

**Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa**

Mestrado em Ciências Jurídicas Forenses

2012/2013

A intervenção da CMVM no âmbito da informação privilegiada

**Relatório de Estágio**



Ana Teresa Pereira Rodriguez Correia

Lisboa, Julho de 2013

**Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa**

Mestrado em Ciências Jurídicas Forenses

2012/2013

A intervenção da CMVM no âmbito da informação privilegiada

**Relatório de Estágio**

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Ana Teresa Pereira Rodriguez Correia - 002983

Orientador: Professor Doutor Frederico Costa Pinto

Supervisor na CMVM: Mestre Amadeu José Ferreira

Lisboa, Julho de 2013

### ***Declaração de Compromisso Anti-Plágio***

Declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original e que todas as minhas citações estão correctamente identificadas, ao abrigo do artigo 20.º-A do Regulamento do Segundo Ciclo de Estudos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplinar.

Aos meus pais,  
que sempre confiaram e acreditaram em mim.

Ao Tiago,  
por todo o tempo que me dedicou e  
apoio incondicional.

Ao meu irmão.

À Joana,  
pela amizade de uma vida.

Ao António  
pela (desmedida) preocupação.

## **Agradecimentos**

Agradeço ao Professor Doutor Frederico de Lacerda da Costa Pinto,  
por toda a disponibilidade, paciência e exigência.  
Levo comigo tudo o que me ensinou.

À Comissão do Mercado de Valores Mobiliários,  
por me proporcionar a realização do estágio curricular e  
disponibilizar todos os meios essenciais.

Ao *meu* supervisor Dr. Amadeu Ferreira,  
pela oportunidade de integrar (temporariamente) a CMVM,  
e pelo apreço que sempre expressou.

Ao Dr. Gonçalo Castilho dos Santos pelo interesse e empenho  
na concretização do estágio.

À Carlota,  
por todos os momentos que partilhámos  
nesta experiência engrandecedora.

Aos directores dos departamentos que integrei, Dr. Miguel Namorado Rosa,  
Dr. Manuel Monteiro, Dra. Helena Bolina e Dr. Manuel Ribeiro da Costa,  
pela acessibilidade e simpatia que demonstraram.

Aos interlocutores que me acompanharam, Dr. Paulo Francisco,  
Dr. Paulo Horta, Dr. Filipe Matias Santos e Dra. Helena Horta,  
pela paciência e consideração.

A todos os colaboradores da CMVM que de uma ou outra forma  
contribuíram para o sucesso do estágio.

À minha família e amigos,  
que contribuíram para o meu crescimento como pessoa.

## **Orientações de Leitura**

O presente Relatório não se encontra redigido de acordo com o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 1990<sup>1</sup>.

Todas as obras citadas encontram-se identificadas na Bibliografia.

A Bibliografia e as citações apresentam-se segundo o método (autor, data).

Sempre que se cita um autor utilizam-se aspas. As palavras avulsas de língua estrangeira apresentam-se em itálico, tal como expressões que se pretendam destacar, de forma a evitar os sublinhados.

As abreviaturas estão identificadas por ordem alfabética na lista de abreviaturas, acrónimos e siglas que se segue.

---

<sup>1</sup> Por força da Resolução do Conselho de Ministros n.º 8/2011: “Para salvaguardar uma adaptação e aplicação progressivas dos termos do Acordo Ortográfico, a referida resolução prevê, para determinadas entidades, um prazo transitório de seis anos para a implementação da nova grafia”.

## Abreviaturas, Acrónimos e Siglas

Art. / Arts.	Artigo/Artigos
CD	Conselho Directivo
CdVM	Código de Valores Mobiliários
CEMA	<i>Committee for Economic and Market Analysis</i>
CESR	<i>Committee of European Securities Regulators</i>
Cfr.	Conferir
CMVM	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
CPP	Código Processo Penal
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
FDUNL	Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa
<i>i.e.</i>	<i>id est</i> (isto é)
IF	Intermediário(s) Financeiro(s)
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
IP	Informação Privilegiada
MAD	<i>Market Abuse Directive</i>
MAR	<i>Market Abuse Regulation</i>
MP	Ministério Público
MVM	Mercado de Valores Mobiliários
NAO	Núcleo de Análise de Operações
p./pp.	Página/Páginas
RGCO	Regime Geral das Contra-ordenações

SDI	Sistema de Difusão de Informação
SIVAM	Sistema Integrado de Vigilância de Abuso de Mercado
Ss.	Seguintes
UE	União Europeia
<i>V.g.</i>	<i>Verbi gratia</i> (por exemplo)
<i>Vide</i>	Ver
Vol.	Volume



## Resumo

O presente relatório enquadra-se no estágio curricular realizado na CMVM, para conclusão do Mestrado em Ciências Jurídicas Forenses.

A CMVM centra a sua intervenção em duas formas distintas de actuação, a supervisão e a regulação dos mercados de valores mobiliários. Para esse efeito dispõe de uma equipa técnica altamente especializada e profissionalizada, com a finalidade de assegurar o eficiente funcionamento do mercado e proteger os investidores.

Com o intuito de conjugar duas áreas de grande interesse académico, Direito Criminal e Valores Mobiliários, pretende-se acompanhar todo o tratamento realizado no âmbito da informação privilegiada segundo os procedimentos do regulador, e assim entender como devem os emitentes comportar-se e quais as consequências de um comportamento contrário ao legalmente previsto.

Para concretizar este desafio foi necessário conhecer o trabalho de diversos departamentos no interior da orgânica da CMVM. Dessa forma entendeu-se como se inicia, desenvolve e finaliza todo o processo que abrange a informação privilegiada.

**Palavras-chave:** Estágio Curricular; CMVM; Valores Mobiliários; Emitentes; Informação Privilegiada.

## **Abstract**

This report is part of the internship at CMVM, with the purpose of completing my Master of Forensic Legal Sciences.

CMVM focuses its intervention on two distinct methods of action: supervision and regulation of securities markets. For that purpose has a highly specialized and professional technical team in order to ensure the efficient functioning of the markets as well as to protect the investors.

With the intention to combine two areas of great academic interest, Criminal Law and Securities, the main purpose of this report is to follow the entire process executed within the privileged information under the regulator procedures, and thus understand how issuers should behave and what consequences can they face when they go against what is legally approved.

In order to meet this challenge, it was necessary getting to know the work of several departments within CMVM. This way, we were able to understand how the whole process of inside information initiates, develops and concludes.

**Keywords:** Internship; CMVM; Securities; Issuers; Inside Information.

## Índice

<b>Introdução</b>	12
<b>Capítulo I</b>	14
<b>A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários</b>	
A. Enquadramento Institucional	14
B. Estrutura Organizativa	15
1. Conselho Directivo	16
2. Comissão de Fiscalização	16
3. Conselho Consultivo	17
4. Departamentos, Gabinetes e Comitês	17
5. Grupos de Trabalho Internacionais	19
C. A CMVM e o Mercado de Valores Mobiliários	21
<b>Capítulo II</b>	23
<b>Informação Privilegiada</b>	
A. Definição	23
B. Circuito da Informação	26
C. Da Inadmissibilidade do Uso e Transmissão da Informação Privilegiada	27
D. Medidas de Prevenção	28
E. Entendimentos da CMVM	30
<b>Capítulo III</b>	36
<b>O Estágio</b>	
A. Plano de Estágio	36
B. Departamento de Supervisão de Mercados, Emitentes e Informação	39

1. Objecto e Função	39
2. Negociação Diária	40
3. Dever Legal de Divulgação de Informação Privilegiada	41
4. A Relevância do Acompanhamento da Imprensa na Supervisão da Divulgação de Informação Privilegiada pelos Emitentes	45
C. Departamento de Análise de Operações e Investigação	48
1. Objecto e Função	48
2. Análise de Operações	49
3. Averiguações Preliminares	51
a) Investigação de Operações Suspeitas	51
b) Instrumentos de Cooperação Internacional	54
4. Processo X – elementos probatórios obtidos junto de <i>offshores</i>	58
5. Análise de Dados	60
D. Departamento Jurídico e de Contencioso	65
1. Objecto e funções	65
2. Processo Y – dever de divulgação de informação privilegiada	65
a) Síntese	65
b) Adequação Típica	67
c) Decisão da 1ª Instância	71
d) Decisão da Relação	72
e) Considerações	73
3. Processo Z – o uso indevido de informação privilegiada	73
a) Síntese	73
b) Adequação Típica	74
c) Decisão da 1ª Instância	77

d) Decisão da Relação	78
e) Considerações	79
4. Análise de Dados	79
E. Departamento Internacional e de Política Regulatória	85
1. Objecto e função	85
2. <i>Market Abuse Directive</i>	85
3. <i>Market Abuse Regulation</i>	87
4. Considerações	88
<b>Conclusão</b>	89
<b>Bibliografia</b>	91
<b>Anexos</b>	95

## **Introdução**

O presente relatório de estágio subordinado ao tema, *A intervenção da CMVM no âmbito da informação privilegiada*, apresenta-se como elemento essencial à conclusão do Mestrado em Ciências Jurídicas Forenses da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa.

A escolha da modalidade do *Estágio Curricular*, ao invés da *Dissertação* ou do *Trabalho de Projecto* justifica-se pela possibilidade de relacionar os conhecimentos teóricos adquiridos no âmbito curricular, com a actividade diária exercida por especialistas no contexto do mercado de valores mobiliários.

A CMVM enquanto entidade primordial no domínio do mercado de valores mobiliários, pela sua actividade de regulação e supervisão, constitui uma oportunidade de enorme potencial que permite aprofundar conhecimentos nesta matéria, e outras que com ela se relacionam, nomeadamente, Direito Penal e Direito Administrativo.

A informação como factor basilar do processo de decisão do investidor é uma preocupação permanente para o regulador, pois não pode correr o risco de o mercado perder a transparência pela ausência de divulgação de informação relevante, atempada e fidedigna. Tendo em conta a importância deste factor, considera-se pertinente a sua abordagem numa perspectiva teórico-prática. Assim, o presente tema conjuga a actuação da CMVM como entidade reguladora na necessidade de garantir um mercado sem assimetrias informativas.

A informação privilegiada é aquela que é do conhecimento de um grupo restrito de pessoas, pode influenciar o mercado de valores mobiliários, e por isso deixa em desvantagem os investidores que dela desconhecem. Para evitar este desequilíbrio no mercado estão os emitentes obrigados à divulgação desta informação, e as pessoas que a conhecem obrigadas a não negociar.

A criminalidade económico-financeira tem contornos muito próprios, o que torna o tema aliciante e desafiante a sua abordagem, ainda para mais quando contígua no mercado de valores mobiliários.

Desta forma, como principal objectivo, pretende-se compreender o processo de tratamento da informação privilegiada pela entidade responsável. Para a sua concretização é necessário fazer uma análise no âmbito dos poderes de supervisão e poderes sancionatórios.

No primeiro capítulo procede-se a um enquadramento institucional onde se apresenta a CMVM e se descreve a sua organização e competências. Procura-se explicar a relação entre o regulador e o tema em foco neste relatório.

No segundo capítulo, faz-se uma pequena introdução teórica sobre o conceito de informação privilegiada e os comportamentos que devem ser adoptados na sua presença. Esta abordagem é essencial para o entendimento do capítulo seguinte que trata esta matéria perante factos reais.

O terceiro capítulo divide-se em cinco pontos distintos referentes ao plano de estágio e aos departamentos integrados no decurso do mesmo. Em cada departamento são abordadas as questões cruciais e explicitadas as formas de actuação da CMVM.

O relatório termina com algumas reflexões finais, centradas nas conclusões retiradas de todo o processo de estágio, fazendo-se uma análise pessoal.

## **Capítulo I**

### **A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários**

#### **A. Enquadramento institucional**

Criada em Abril de 1991, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários eclode com o reaparecimento do mercado de capitais que se encontrava encerrado desde a revolução de 25 de Abril de 1974. Tem a incumbência de supervisionar e regular o mercado de valores mobiliários português, primário e secundário, e instrumentos financeiros derivados, bem como a actividade de todos os agentes que neles actuam.

A CMVM, uma pessoa colectiva de direito público, provida de autonomia administrativa, financeira e de património próprio<sup>2</sup>, obtém as suas receitas através das taxas de supervisão adquiridas no âmbito das suas competências. A sua inclusão no Orçamento Geral do Estado é efectuada como organismo independente e apenas para efeitos de englobamento. A CMVM está sob a tutela do Ministro das Finanças, e rege-se pelo seu Estatuto, pelo Código dos Valores Mobiliários e, no que neles não for previsto ou com eles não for incompatível, pelas normas aplicáveis às entidades públicas empresariais<sup>3</sup>.

Com sede em Lisboa, dispõe de uma delegação no Porto e está ainda legalmente prevista a possibilidade de criar outras delegações ou formas de representação<sup>4</sup>.

Enquanto regulador confronta-se com um elevado grau de exigência no exercício das suas funções. Os mercados financeiros apresentam uma grande capacidade de transformação e de inovação, o que exige destreza por parte da CMVM para conseguir acompanhá-los.

Desta forma, a acção da CMVM materializa-se, fundamentalmente, na regulação, supervisão e protecção do investidor.

Assim, tem a competência: de regular o funcionamento dos mercados de valores mobiliários, verificar a admissibilidade de ofertas públicas, acompanhar a actuação de todas as entidades que operam nos mercados e, de uma maneira geral, todas as

---

<sup>2</sup> Cfr. o art. 1º do Estatuto da Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 473/99, de 8 de Novembro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 232/2000, de 25 de Setembro e pelo Decreto-Lei n.º 183/2003, de 19 de Agosto e alterado e republicado pelo Decreto-Lei n.º 169/2008, de 26 de Agosto, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

<sup>3</sup> Art. 2º, n.º 1, do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

<sup>4</sup> Art. 3º do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.



matérias que dizem respeito a esta área de actividade; assegura um apoio directo ao público em geral e aos investidores em particular, garantindo a sua protecção; e assevera a supervisão comportamental dos intermediários financeiros e das entidades gestoras de mercados, de sistemas centralizados de valores e de sistemas de liquidação.

Por sua vez, esta supervisão é realizada por equipas que, mediante acções de rotina acompanham a actividade destas entidades, tanto nas suas instalações (supervisão presencial) como através de outros meios de controlo directo e contínuo.

Perante a informação privilegiada a intervenção da CMVM centra-se, principalmente, na supervisão dos emitentes, e na detecção de possíveis situações anómalas que carecem posteriormente de ser analisadas e investigadas.

Assim, “a regulação e a supervisão do mercado de valores mobiliários visam a prossecução de um interesse público, que assume carácter geral e colectivo” (Figueiredo A. , 2005, p. 25).

Tem o dever de colaborar com o Governo e com o Ministro das Finanças, mediante solicitação destes ou por iniciativa própria, na definição das políticas relativas aos valores mobiliários e outros instrumentos financeiros, aos mercados, e às entidades que nestes intervêm<sup>5</sup>.

Finalmente, no âmbito das suas atribuições, a CMVM coopera com outras autoridades nacionais que têm funções de supervisão e regulação do sistema financeiro<sup>6</sup> e participa em organizações internacionais<sup>7</sup> e instituições afins ou equiparadas.

## B. Estrutura organizativa

Nos termos da lei, a CMVM é composta obrigatoriamente por três órgãos independentes, a saber: o Conselho Directivo, a Comissão de Fiscalização e o Conselho Consultivo<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Art. 4º, n.º 1 d), do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

<sup>6</sup> Banco de Portugal e Instituto de Seguros de Portugal.

<sup>7</sup> V.g. Organização Internacional das Comissões de Valores, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, o Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores e instituições da União Europeia.

<sup>8</sup> Art. 6º do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

## 1. Conselho Directivo (Secção II do Estatuto da CMVM)

A CMVM é dirigida pelo Conselho Directivo que se constitui actualmente por um Presidente – o Dr. Carlos Tavares - um Vice-Presidente – o Dr. Amadeu Ferreira - e três Vogais – Professor Doutor Carlos Alves, Dra. Maria dos Anjos Capote e o Dr. Rui Tribolet. São nomeados pelo Conselho de Ministros, sob proposta do Ministro das Finanças, para um mandato com cinco anos<sup>9</sup>.

Só este órgão tem uma intervenção diária e activa no âmbito das competências da CMVM, onde desenvolve parte do seu trabalho juntamente com os diversos departamentos que a compõem.

É da sua competência, assegurar o desenvolvimento das atribuições da CMVM, nomeadamente definindo a política geral através da elaboração do plano anual de actividades e do seu próprio orçamento, da elaboração do relatório de actividades e relatório sobre os mercados, e da gestão dos recursos humanos e recursos patrimoniais, entre outros<sup>10</sup>.

Ao seu presidente compete<sup>11</sup> representar a CMVM, convocar o Conselho Directivo e o Conselho Consultivo, e em ambos os casos presidir às suas reuniões. Em caso de conveniência pode ainda promover a convocação da Comissão de Fiscalização.

O regime jurídico aplicado aos membros do Conselho Directivo é, com as especialidades do estatuto da CMVM, determinado pelo estatuto dos gestores públicos<sup>12</sup>.

## 2. Comissão de Fiscalização (Secção III do Estatuto da CMVM)

A Comissão de Fiscalização é formada por três membros, um Presidente – actualmente o Dr. Álvaro Aguiar – e dois Vogais – Dr. Sérgio Alexandre dos Reis e Dr. Gonçalves do Cabo - nomeados pelo Ministro das Finanças, sendo um deles revisor oficial de contas, por um período de três anos<sup>13</sup>. É da sua competência o acompanhamento e o controlo da gestão financeira da CMVM<sup>14</sup>.

---

<sup>9</sup> Art. 8º do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

<sup>10</sup> Art. 9º do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

<sup>11</sup> Art. 10º do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

<sup>12</sup> Art. 13º, n.º 1, do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

<sup>13</sup> Art. 16º do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

<sup>14</sup> Art. 17º do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

### 3. Conselho Consultivo (Secção IV do Estatuto da CMVM)

O Conselho Consultivo é um órgão de consulta e assessoria ao Conselho Directivo, competindo-lhe pronunciar-se sobre os assuntos que lhe sejam submetidos por este e apresentar-lhe recomendações e sugestões. O Conselho Consultivo é presidido pelo Presidente do Conselho Directivo – Dr. Carlos Tavares - e estão representadas as entidades sujeitas à supervisão da CMVM. Cada um dos seus membros assume um mandato de três anos com possibilidade de substituição<sup>15</sup>.

### 4. Departamentos, Gabinetes e Comitês

Internamente, a CMVM está sistematizada em quinze unidades orgânicas, departamentos e gabinetes, e três estruturas de coordenação, os comitês.

São unidades orgânicas da CMVM, o Departamento de Supervisão de Mercados, Emitentes e Informação (DMEI), o Departamento de Supervisão de Gestão de Investimento Colectivo (DGIC), o Departamento de Supervisão da Intermediação e Estruturas de Mercado (DIEM), o Departamento de Análise de Operações e Investigação (DAI), o Departamento Internacional e de Política Regulatória (DIPR), o Departamento Jurídico e de Contencioso (DJUC), integrado no Centro Jurídico (CJ), o Departamento de Apoio ao Investidor e Comunicação (DAIC), o Departamento Financeiro e Patrimonial (DFP), o Departamento de Recursos Humanos (DRH), o Departamento de Sistemas e Infra-Estruturas Tecnológicas (DSIT), a Secretaria- Geral (SG), o Gabinete de Estudos (GE), o Gabinete de Organização e Planeamento (GOP), o Gabinete de Auditoria Interna (GAUDI), e a Delegação do Porto (DP).

Cada um deles tem um papel crucial no bom funcionamento da CMVM. E, embora as competências estejam bem delineadas, existe uma relação de complementaridade entre eles. Muitos processos passam por várias fases e o departamento responsável por cada uma delas nem sempre é o mesmo, como poderemos verificar *infra*, por isso é fundamental que exista diálogo entre os departamentos envolvidos e multidisciplinariedade no acompanhamento daqueles.

Neste momento, existem três comitês em regular funcionamento, a saber: o Comité de Regulação e Assuntos Internacionais (CRAI); o Comité de Supervisão (CS); e o Comité de Inovação Financeira (CIF).

---

<sup>15</sup> Arts. 20º a 25º do Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

O CS reúne ordinariamente duas vezes por semana, e extraordinariamente por convocação do seu Presidente. É composto, pelo vice-presidente da CMVM – Dr. Amadeu Ferreira – que assume a presidência do comité, membros do CD, e os directores do DIEM, DMEI e DAI. Em casos de necessidade integram o grupo outros colaboradores por solicitação do CD ou por proposta dos Directores que o integram. As suas funções reportam-se à coordenação e promoção da cooperação das actividades de supervisão entre unidades orgânicas, e discutem-se os seus problemas. Propõem-se medidas e deliberam-se casos urgentes.

O CRAI tem reuniões ordinárias quinzenalmente, e extraordinárias por convocação do seu Presidente. É constituído por um Presidente – actualmente, o Dr. Carlos Tavares – alguns membros do CD e os Directores do DIPR e do GE. Quando estiverem em discussão projectos de normas e/ou regulamentos da CMVM, é chamado a intervir o Director do DJUC. Em casos de necessidade, integram o grupo outros colaboradores por solicitação do CD ou por proposta dos Directores que o compõem.

Sobre este impende a coordenação das actividades internacionais, de política regulatória e da regulamentação, a discussão dos problemas inerentes a esta actividade, orientar procedimentos e promover a cooperação entre as unidades orgânicas competentes. Presta apoio ao CD na definição da política regulatória e, ainda, propõe a este a deliberação de projectos de normas e regulamentos da CMVM.

O CIF reúne semanalmente e sempre que o Presidente ou um membro do CD o convoque. A sua composição engloba seis membros, um Presidente – Dr. Carlos Alves – uma assessora do CD, e um representante do DMEI, DIEM, DGIC e DAIC. A par destes encontra-se um coordenador executivo e apoio técnico pelo GE. É, ainda, admissível a participação facultativa de outros membros do CD.

Os objectivos deste comité incidem na coordenação e centralização da intervenção da CMVM em matérias de inovação financeira com a pretensão de proteger os investidores, orientação que vem estabelecida na regulamentação da ESMA. Neste sentido, são analisadas e propostas medidas de esclarecimento ao investidor e de publicidade de produtos financeiros, incluindo, também, recomendações dadas aos IF.

Como se pode verificar, a organização e a forma como a CMVM desempenha as suas funções é deveras característica, mas ao mesmo tempo de uma eficácia excepcional, que emana da interacção e proximidade entre departamentos, gabinetes e comités.

Esta relação de proximidade não se verifica apenas a nível interno, é também adoptada perante entidades e contactos externos ao regulador. Por isso, é muito comum a resolução de conflitos não se arrastar até aos meios judiciais, e desenvolver-se um trabalho conjunto com os que estão sobre a sua alçada.

Tendo em conta as competências desenvolvidas por esta entidade, e os exemplos de outros reguladores, não era expectável que assim fosse. Mas tem-se revelado uma abordagem profícua.

## 5. Grupos de Trabalho Internacionais

O trabalho da CMVM não passa unicamente pela supervisão do mercado de valores mobiliários nacional, estende-se também à participação em grupos de trabalho internacionais.

São inúmeros os organismos onde a CMVM está integrada, porém só se destacam dois: a ESMA e a IOSCO.

A ESMA agrupa os supervisores do Espaço Económico Europeu (UE e Islândia, Noruega e Liechtenstein), integrando o sistema europeu de supervisores financeiros. Tem como objectivos primordiais a promoção da estabilidade financeira, a protecção do investidor, a convergência da regulação e da supervisão dos mercados de valores mobiliários europeus.

Existem dez grupos de trabalho permanentes, da maior importância, nos quais a CMVM se encontra representada e desenvolve trabalho junto dos restantes membros. A par destes, quando existem necessidades específicas são criados grupos de trabalho *ad hoc* com o intuito de solucionar os problemas em questão.

A CMVM chefiou, desde 2007 a 2010, o *review panel*, um dos grupos permanentes da ESMA, quando esta função estava adstrita ao seu vice-presidente. Aquele tem efectuado exercícios relativamente a muitos temas – actualmente está a trabalhar em temas como o *High Frequency Trading*, a “*Best Execution*” e as “*Conduct of Business Rules*”, por exemplo. Teve ainda a coordenação do CEMA – outro grupo da ESMA que trata de questões relacionadas com a identificação e prevenção do risco nos mercados de valores mobiliários.

Actualmente, a CMVM já não detém a coordenação destes grupos de trabalho, mas o cargo de vice-presidente cabe, ainda, ao Presidente da CMVM – o Dr. Carlos Tavares – que inclusivé foi reeleito ainda no decorrer do estágio.

A IOSCO é a associação de todos os supervisores do mundo que assinaram o seu Memorando de Entendimento.

Funciona em grupos que se dividem por áreas temáticas. Aqui, a CMVM está representada em três grupos permanentes: um grupo dirigido aos países que pretendem assinar o Memorando da IOSCO, em que o seu trabalho é prestar auxílio àqueles de forma a que reuniam as condições necessárias para o efeito, e outro em matéria de fundos de investimento, e por fim o grupo de *enforcement*; dentro desses grupos podem ser formados grupos de trabalho mais especializados.

Tendo em conta o desenvolvimento cada vez mais feroz da tecnologia e da internacionalização nas transacções de valores mobiliários, é do interesse de todos os reguladores que exista uma coordenação legislativa e dos próprios mercados a nível mundial.

Em algumas ocasiões, a CMVM é chamada, também, a integrar equipas que avaliam os requisitos de entrada de outros países na IOSCO ou mesmo para coordená-las.

O Brasil é um exemplo da intervenção da CMVM enquanto parte activa do grupo de trabalho de ajuda a países que querem assinar o Memorando da IOSCO. O que se justificou com a facilidade de comunicação, uma vez que ambos os países falam a mesma língua. Desta forma, o Brasil conseguiu reunir os requisitos exigidos e hoje faz parte desta associação. Da mesma forma também cooperou com o Vietnam.

Enquanto coordenadora da equipa de avaliação, a CMVM participou, ainda, na admissão de dois países da América do Sul.

Em ambas as organizações, a CMVM tem tido um papel muito activo, defende sempre a sua opinião e a sua presença assume-se como um equilíbrio de poderes, necessário ao bom funcionamento e interesse destas.

Por exemplo: a CMVM integra-se no mercado *Euronext*, mas apenas representa 3% deste. No entanto, como pudemos verificar *supra*, tem ocupado cargos bastante importantes e com alguma influência junto da ESMA.

A presença da CMVM nestas organizações internacionais é maior do que o seu peso no mercado.

### C. A CMVM e o mercado de valores mobiliários

A principal função desta Comissão, segundo o seu Estatuto, é salvaguardar o correcto funcionamento do mercado de valores de mobiliários, “visando essencialmente garantir o funcionamento transparente, eficaz e concorrencial (...) com o fim último de tutelar os investidores, que surgem como o fundamento principal da intervenção pública neste domínio” (Figueiredo A. , 2005, p. 16 e 17).

O conceito de mercado é entendido, à luz da actividade económica, como o local onde os agentes económicos se encontram com o intuito de trocar bens. Existem mercados especializados, consoante o tipo de bens que se pretendem negociar - é o que acontece com o mercado de capitais “onde os governos e as empresas obtêm fundos para o financiamento das suas actividades” (Levinson, 2005, p. 13) com recurso às bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. Esta estratégia possibilita o processo de capitalização e assegura liquidez às empresas.

Este mercado depende da aplicação de poupanças, pelo que é objectivo principal canalizá-las dos aforradores para as diversas actividades económicas, permitindo aos investidores “a gestão de mecanismos de cobertura de risco de actividades e de investimentos” (Costa Pinto, 2000b, p. 17).

No mercado de valores mobiliários podemos distinguir mercado primário de mercado secundário. O primeiro reporta-se “ao conjunto das transacções que têm lugar através das várias ofertas de subscrição”. No segundo, decorrem negociações contínuas dos títulos anteriormente emitidos, as alienações e aquisições. (Costa Pina, 2005, p. 485)

Para que os particulares queiram investir no mercado de valores mobiliários, e os empresários conseguiram adquirir a liquidez necessária, a confiança é condição essencial e “constitui um pressuposto crucial para o seu funcionamento regular e eficiente”. Uma vez “faltando essa confiança, os mercados de capitais deixam de funcionar e não atingem aqueles que são os seus objectivos fundamentais. Há que, então, salvaguardar esse bem valioso que é a confiança depositada pelos investidores

no funcionamento eficaz do mercado” (Figueiredo A. , 2005, p. 26 a 33). Assim, desde muito cedo se tornou fulcral a sua regulação e supervisão.

A regulação no sentido de orientar a forma de actuação perante o mercado, e a supervisão com o intuito de garantir que os comportamentos são os adequados, muitas das vezes é realizada por intermédio de medidas preventivas. Esta intervenção das entidades reguladoras justifica-se pela incapacidade do mercado prever qual a informação com carácter relevante (Costa Pina, 2005, p. 115).

O regime jurídico do mercado de valores mobiliários está consagrado no Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, e deve ser analisado “à luz da função económica que essa realidade desempenha”. Por sua vez, esta traduz-se na propensão de conciliar o aforro e o investimento, através de “um meio rápido, seguro e expedito de fazer comunicar os interesses do aforrador, que quer a maior rendibilidade para as suas aplicações, e do empresário, que se deseja financiar de forma menos onerosa” (Sá Fernandes, 1997, p. 196).

Para que ocorra esta junção de interesses é necessário que o sistema financeiro apresente condições de segurança ao “nível da protecção das poupanças dos cidadãos e da promoção do desenvolvimento económico e social do país” (Curado, 2012, p. 241), e que o mercado se mostre eficiente, o que depende “do rigor da informação, do grau de risco das aplicações, da credibilidade das entidades emitentes, da transparência dos jogos, da igualdade entre os intervenientes, da profissionalização dos intermediários, da comodidade dos meios, do castigo dissuasor da fraude” (Sá Fernandes, 1997, p. 196).

“A necessidade de impedir assimetrias informativas funciona como uma forma de protecção directa do próprio mercado e, indirectamente, dos seus intervenientes” (Costa Pina, 2005, p. 115), e o facto de hoje se apresentarem como uma das mais nefastas perturbações do mercado de valores mobiliário induziu o legislador a consagrar a sua punibilidade (Costa e Silva, 1997, p. 247).



## **Capítulo II**

### **Informação Privilegiada**

#### A. Definição

O conceito de informação privilegiada, para efeitos de *abuso de informação*, está consagrado no n.º 3 do artigo 378º do CdVM, em concordância com a Directiva 2003/6/CE, de 28 de Janeiro de 2003, e conforme se pode ler:

“Entende-se por informação privilegiada toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, directa ou indirectamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, para influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado”.

Também o artigo 248º do CdVM alude ao conceito de informação privilegiada, relativa a emitentes, assunto a tratar adiante no presente relatório.

Não existem dois conceitos de informação privilegiada, o que se verifica é uma limitação do objecto do artigo 248º, n.º 1, do CdVM: aqui, apenas está em causa a informação que se relacione *directamente* com o emitente ou com os valores mobiliários que este tenha admitidos à negociação. O que faz todo o sentido, na medida em que estes nem sempre conhecem e/ou controlam a informação que não lhes diz respeito porque dependem de terceiras entidades.

Desta forma, podemos aferir que são necessárias cumulativamente (Costa Pinto, 2000b, p. 75) quatro características para que a informação<sup>16</sup> possa ser denominada como privilegiada, a considerar: i) *não pública*; ii) *precisa*; iii) *referente a um emitente ou a valores mobiliários por si emitidos*; e iv) *price sensitive*.

Estas características apresentam-se como conceitos indeterminados e por isso têm vindo a ser concretizadas, ao longo do tempo, “pela doutrina, pela jurisprudência, mas também pelos reguladores dos diversos países e por instâncias internacionais como o CESR<sup>17</sup>” (CMVM, 2008, p. 7).

Passemos, então, a explicar cada uma delas, isoladamente.

---

<sup>16</sup> Figueiredo, 1986, p. 113: Acto ou efeito de informar. Transmissão de notícia ou de conhecimentos: pedir informações. Comunicação. Instrução. Indagação; devassa. Costa e Ramos, 2006, p. 40. Santos F. M., 2011, p. 48 a 50.

<sup>17</sup> Esta organização foi extinta em 2010 e substituída pela ESMA que apresenta poderes mais amplos.

- i) Para que a informação seja classificada como *não pública* é crucial a sua reserva, isto é, que esta seja inacessível à maioria dos investidores<sup>18</sup> (Costa Pinto, 2000b, p. 76). Por conseguinte, a informação que se torne do conhecimento público, mesmo que por intermédio dos *media*, passa a ser “idónea a subtrair o carácter privilegiado da informação” (Santos F. M., 2011, p. 74).

Fátima Gomes (1996, p. 85) distingue informação acessível de informação publicada. Para a autora, a informação acessível é aquela “que tenha sido objecto de divulgação adequada, de modo a que o investidor interessado possa conhecê-la se quiser”, ao contrário da informação publicada que se verifica unicamente com a publicação, independentemente do meio e da forma que é utilizada.

Importa, por isso esclarecer, que a divulgação da informação toma contornos distintos, consoante se esteja perante o dever de divulgação de informação privilegiada (artigo 248º, nº 1, do CdVM) ou do abuso de informação privilegiada (artigo 378º, nº 3, do CdVM), pelo único motivo de que a informação só se torna pública segundo o artigo 278º se esta for divulgada pelos meios<sup>19</sup> considerados idóneos para tal. Enquanto, que o artigo 378º apenas exige a sua publicidade, pelo que, “tornando-se pública a informação deixa de ser privilegiada” (Santos F. M., 2011, p. 73).

- ii) Para o alcance do que se pretende definir como *carácter preciso* da informação, iremos começar com uma “delimitação negativa”, o que significa suprimir do conceito, simples rumores, boatos, notícias especulativas e volúveis, e ainda, não se “exigir que a informação corresponda a uma certeza<sup>20</sup>” (Costa Pinto, 2000b, p. 77).

Outro aspecto fundamental à delimitação desta característica é o do grau de concretização, e neste sentido, o n.º 2 do artigo 248º vem esclarecer que, “a informação privilegiada abrange os factos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis, independentemente do seu grau de

---

<sup>18</sup> Vide CMVM, 2008, p. 7 a 9.

<sup>19</sup> Art. 5º do Regulamento da CMVM n.º 5/2008, que revoga o Regulamento da CMVM n.º 4/2004 e altera os Regulamentos da CMVM n.ºs 7/2001 e 1/2007, disponíveis em <http://www.cmvm.pt>.

<sup>20</sup> Cfr. Costa e Ramos, 2006, p. 47.

formalização”, e deve ser específica bastante para permitir concluir o impacte sobre os preços, o que significa ser idónea o suficiente para os investidores basearem naquela as suas decisões de investimento.

Para que uma informação seja precisa basta que estejamos perante uma “realidade minimamente identificada” (Costa Pinto, 2000b, p. 76), mesmo que esta não seja “completa nem definitiva” (CMVM, 2008, p. 8).

Isto é, se estivermos perante um processo de negociação complexo que decorra faseadamente (ex. preparação de uma OPA amigável), “não só todo o processo globalmente considerado, mas também cada fase isolada pode ser considerada informação precisa” (CMVM, 2008, p. 8).

- iii) Para que a informação seja privilegiada, esta tem de se referir, directa ou indirectamente<sup>21</sup>, aos emitentes ou aos valores mobiliários por si emitidos. São situações relacionadas directamente com os emitentes, segundo Filipe M. Santos (2011, p. 59):

“(…) as que respeitam à posição ou resultados financeiros, à estratégia e desenvolvimento do negócio, à estrutura de capital e ao respectivo controlo e às decisões, comunicadas aos emitentes, pelas autoridades de supervisão ou de regulação.

A informação que habitualmente se relaciona de modo directo com os valores mobiliários emitidos diz essencialmente respeito às condições de emissão e ao conteúdo dos mesmos”.

- iv) Por último, temos como exigência do conceito de informação privilegiada a “idoneidade que esta teria se tornada pública, para influir de maneira sensível sobre a cotação dos títulos de mercado” (Gomes, 1996, p. 90).

A expressão utilizada pelo legislador “influenciar de maneira sensível” é vaga, pelo que, se colocam dificuldades na concretização do seu conteúdo.

A apreciação deste preceito deve ser entendida com base no comportamento de um investidor médio que detenha informação relevante (Gomes, 1996, p. 91).

---

<sup>21</sup> As informações que se relacionam *indirectamente* com o emitentes só relevam para a criminalização do art. 378º do CdVM.

Na tentativa de concretizar este elemento típico essencial, “tem sido salientado que a valoração da idoneidade deverá (...) reportar-se a momento anterior ao da publicação da informação privilegiada”. Essa valoração, no fundo, trata-se de uma apreciação comparativa entre o uso da informação e a presciência do comportamento do mercado a essa divulgação (Costa e Ramos, 2006, p. 53 e 54).

Para a CMVM, devem ser tomados em consideração determinados factores para a caracterização dessa susceptibilidade, que se traduzem na “magnitude previsível do facto em causa no contexto da actividade da empresa; na relevância da informação para as principais determinantes do preço do instrumento financeiro; na credibilidade da fonte; e nas variáveis do mercado que influem sobre o preço do instrumento financeiro em causa” (CMVM, 2008, p. 9).

## B. Circuito da Informação

A informação privilegiada, como se pôde verificar anteriormente, está directamente ou indirectamente relacionada com os emitentes. No entanto, quando falamos no acesso a essa informação referimo-nos, também, à sua posse por indivíduos enquanto sujeitos particulares.

Apesar de a obrigação de divulgação da informação privilegiada ser dirigida aos emitentes, a verdade é que esta está acessível, pelo menos, a um grupo restrito de pessoas singulares, que dela têm conhecimento pelo exercício das suas funções enquanto círculo funcional. Essas pessoas estão, nos termos do artigo 248º, n.º 4, do CdVM, vinculadas ao dever de abstenção em transacções no mercado de valores mobiliários.

Aqui, mais uma vez, teremos de salientar a inconsonância entre o regime dos artigos 248º e 378º, do CdVM.

O artigo 378º, n.º 1 e n.º 2, desde 2006, com a transposição da Directiva 2003/6/CE de 28 de Janeiro de 2003, passou a ser bastante abrangente quanto ao círculo em que se insere a informação privilegiada, estabelecendo agora a distinção entre *insiders primários* e *insiders secundários*.

Consideram-se primários:

“(…) aqueles que têm acesso à informação pela sua proximidade com a fonte, i.e., titulares de órgãos de administração ou fiscalização de um emitente, ou titulares de participações no respectivo capital, bem como as pessoas com um vínculo profissional, permanente ou temporário com o emitente;” (Carvalho e Loureiro, 2010, p. 113 e 114).

E secundários os agentes que receberam a informação por intermédio dos primeiros, i.e., “não possuindo nenhuma das qualidades anteriores, recebem de um agente com essas qualidades típicas a informação privilegiada que depois utilizam” (Carvalho e Loureiro, 2010, p. 113 e 114).

Posto isto, podemos concluir que o artigo 378º do CdVM abarca, neste sentido, um grupo de agentes mais abrangente do que o artigo 248º do CdVM, não obstante, ambos proíbem, expressamente, àqueles a utilização ou transmissão dessa mesma informação.

#### C. Da inadmissibilidade do uso e transmissão de informação privilegiada

Previsto no artigo 248º, n.º 4, do CdVM, está a proibição genérica de uso indevido de informação privilegiada:

“Sem prejuízo de eventual responsabilidade criminal, qualquer pessoa ou entidade que detenha informação com as características referidas nos n.ºs 1 e 2 não pode, por qualquer modo, transmiti-la para além do âmbito normal das suas funções ou utilizá-la antes de a mesma ser tornada pública.”

O que significa que quem esteja na posse de informação privilegiada fica compelido a abster-se de usá-la ou transmiti-la. Só deverá proceder quando existir igualdade no mercado, e todos os investidores dispuserem daquela informação, em virtude da possibilidade de lhe ser instaurado um processo contra-ordenacional.

Como se verifica, este dever de privação é divergente da proibição constante do artigo 378º, que descreve um conjunto de comportamentos penalmente censuráveis:

“Quem disponha de informação privilegiada (...) a transmita a alguém fora do âmbito normal das suas funções ou, com base nessa informação, negocie ou aconselhe alguém a negociar em valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros ou ordene a sua subscrição,

aquisição, venda ou troca, directa ou indirectamente, para si ou para outrem, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa.”

Embora o âmbito objectivo seja muito próximo, estes preceitos distinguem-se pelo facto de aqui se censurar uma operação com *base* na informação privilegiada e esta ser a exclusiva motivação que leva o agente a agir; e no artigo 248º do CdVM condena-se o agente que não se abstém de realizar as operações no mercado, uma vez que lhe é imposto esse dever.

#### D. Medidas de Prevenção

A partir de 2006, e de forma a minimizar estes comportamentos dolosos, com a reforma do abuso de mercado foram estipuladas novas medidas preventivas e outras perduraram do regime anterior.

Essas medidas consistem: i) na comunicação de transacções de dirigentes; e ii) listas de *insiders*.

- i) Consagrada no artigo 248-Bº do CdVM, é ainda concretizada pelo Regulamento da CMVM n.º 7/2007.

O que se exige com estas comunicações é que a CMVM venha a ser informada pelos dirigentes de um emitente com valores mobiliários admitidos à negociação ou por pessoas com estes se relacionem estreitamente, no prazo de cinco dias úteis, “sobre todas as transacções efectuadas por conta própria, de terceiros ou por estes por conta daqueles, relativas às acções daquele emitente ou aos instrumentos financeiros”.

Estas comunicações têm um conteúdo concreto, que vem explicitado no n.º 2, do artigo 248-Bº do CdVM, e que exige a identificação da “natureza, da data, do local, do preço, do volume, do emitente, do instrumento financeiro que dela é objecto, do motivo da obrigação de comunicação, e do número de acções do emitente de que o dirigente passou a ser titular após a transacção” em questão. A sua violação constitui uma contra-ordenação muito grave nos termos dos artigos 248-Bº e 389º, n.º 3, al. c) do CdVM.

Uma vez que, “inevitavelmente, as administrações e altos quadros das sociedades emitentes terão vantagem na obtenção de informação relevante

para o mercado” (Figueiredo A. , 2005, p. 34), a intervenção destes pode indiciar possíveis casos de abuso de informação privilegiada. Deste modo, e estando a CMVM a par de todas as transacções, pode com mais celeridade tomar as medidas necessárias a manter o equilíbrio do mercado de valores mobiliários.

- ii) Este dever de apresentar listas de *insiders* está consagrado no artigo 248º, n.º 6, do CdVM, e é muito claro quanto ao seu conteúdo, exigindo que:

“Os emitentes e as pessoas que actuem em seu nome ou por sua conta elaboram e mantêm rigorosamente actualizada uma lista dos seus trabalhadores ou colaboradores (...) que têm acesso, regular ou ocasional, a informação privilegiada, comunicando a essas pessoas a inclusão dos seus nomes na lista.”

A concretização desta medida vem estabelecida no n.º 7, do artigo referido *supra*, apresentando o conteúdo do que aquela deve conter, nomeadamente, a “identidade das pessoas, os motivos pelos quais constam da lista, a data da mesma e qualquer actualização relevante, sendo conservada em arquivo pelos emitentes pelo prazo de cinco anos desde a última actualização”.

A lista deverá estar sempre disponível e dentro da legalidade, de forma a ser remetida à CMVM sempre que esta solicitar, caso contrário estaremos perante uma contra-ordenação muito grave por via do artigo 394º, n.º 1, al. i do CdVM.

A par destas iniciativas, parece-nos pertinente olhar para o artigo 248º do CdVM, também, como uma diligência preventiva no combate ao abuso de informação privilegiada, na medida em que a divulgação dessa informação pelos emitentes permite “o esclarecimento dos investidores, a eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados”, obstando a que os investidores que se encontrem em vantagem informativa possam utilizá-la para benefício próprio em detrimento dos restantes. Outra forma de prevenir este abuso é preservar a informação num círculo, restrito e sigiloso, de “pessoas claramente identificáveis” (Santos F. M., 2011, p. 42). A sua identificação passa pela elaboração da lista de *insiders* pelos emitentes com a menção dos nomes dos trabalhadores e colaboradores com acesso à informação relevante.

Também podemos identificar a supervisão da negociação diária<sup>22</sup> como uma forma de prevenção do abuso de informação privilegiada como iremos ver mais à frente.

#### E. Entendimentos da CMVM

A par do conceito de informação privilegiada que já abordámos, iremos agora expor os entendimentos da CMVM relativamente: i) às características da informação privilegiada; ii) aos factos que a possam constituir; e iii) regras de conduta.

- i) Relativamente à especificidade, a CMVM entende que existem dois núcleos essenciais dos factos, os que se relacionam directamente com os emitentes, e os que se relacionam directamente com os valores mobiliários. E concretiza-os a título ilustrativo.

“As situações que tipicamente se relacionam de modo directo com o emitente são as que respeitam: à posição financeira ou resultados; à estratégia e desenvolvimento do negócio; à estrutura de capital e o respectivo controlo; e as decisões, comunicadas aos emitentes, de âmbito particular de autoridades de supervisão ou de regulação.

A informação que habitualmente se relaciona de modo directo com os valores mobiliários emitidos diz essencialmente respeito: às condições de emissão e ao conteúdo dos mesmos”.

Usando o mesmo núcleo da informação directa, a comissão exemplifica o que se entende por informação indirecta:

“Informação privilegiada indirectamente relacionada com o emitente: informações estatísticas divulgadas por organismos públicos; publicação (próxima) de relatórios de notação de risco; decisões do banco central relativas a taxa de juro; decisões governamentais relativas a enquadramento fiscal, regulamentação sectorial, etc.; decisões da autoridade responsável pelo controlo da concorrência nos mercados relevantes em que se insira o emitente; decisões relevantes do Governo e outros organismos públicos, de natureza central, regional ou local.

Exemplos de informação privilegiada indirectamente relacionada com os valores mobiliários emitidos: decisões relativas à alteração das

---

<sup>22</sup> Capítulo III, ponto 2, do presente Relatório de Estágio.



regras sobre composição de índices de mercado; decisões relativas as regras aplicáveis aos mercados regulamentados ou não regulamentados em que os instrumentos financeiros sejam negociados; alteração no modo de negociação ou das condições de negociação (por exemplo, alteração do segmento de mercado em que os instrumentos financeiros são negociados, substituição do criador de mercado, etc.)”.

Esclarece, ainda, que apesar de não existir a obrigatoriedade de divulgar esta informação (pelos motivos já apresentados), deve o emitente:

“Realizar uma análise autónoma sobre as consequências dos referidos factos na sua actividade ou nos valores mobiliários por si emitidos. A partir do momento em que se apurem consequências directas na actividade do emitente ou nos valores mobiliários por si emitidos e estas consubstanciem informação que preenche os requisitos do n.º 1 do artigo 248.º do CdVM, passa a existir um dever de divulgação imediata dessa informação (CMVM, 2008, p. 29 e 30)<sup>23</sup>”.

Quanto ao carácter preciso, a CMVM esclarece e diferencia as situações em que existem rumores ou especulações, nas quais o emitente não tem obrigatoriedade de divulgação (excepto quando a comissão determine) e os casos em que se constata uma violação do dever de sigilo e se eleva a possibilidade de *insider trading*. Nestes casos não se admite um comportamento de inércia por parte do emitente; “já existe uma assimetria informativa ilícita, e por isso, a lei impõe um dever de informação específico<sup>24</sup>”.

“Como critérios norteadores da decisão sobre o carácter preciso da informação podem identificar-se os seguintes: permitir a um investidor razoável a tomada de uma decisão com um risco financeiro mais reduzido e a informação com previsível impacto imediato no mercado, i.e., os participantes no mercado passariam a negociar com base na informação a partir do momento em que a mesma fosse tornada pública (CMVM, 2008, p. 31)”.

---

<sup>23</sup> Ponto 9 e 10.

<sup>24</sup> Vide CMVM, 2008, ponto 18, p. 30, e art. 248º-A, n.º 5, do CdVM.

Quanto à informação não pública fica assente que mesmo dada publicidade à informação, se não forem utilizados os meios definidos no artigo 244.º, n.º 4 e 5, do CdVM, existe violação do dever de divulgação pelo emitente, mas “já não se aplica a proibição de utilização do n.º 4 do artigo 248.º do CdVM, pois a informação já é pública” (CMVM, 2008, p. 31)<sup>25</sup>.

Relativamente à idoneidade para influenciar o preço, existem alguns indicadores que devem ser apreciados:

“i) se o tipo de informação é idêntico à informação que, no passado, teve um impacto sensível nos preços; ii) a existência de relatórios de analistas e de opiniões indicando que o tipo de informação em questão é idónea para influenciar o preço; iii) ter o emitente tratado antes factos semelhantes como informação privilegiada” (CMVM, 2008, p. 32)<sup>26</sup>.

Porém, deve ponderar-se o peso da informação relativamente ao emitente, o sector em que opera, e o instrumento que está em causa.

- ii) São bastantes as circunstâncias que podem dar origem a uma informação privilegiada, por isso, não é possível formular uma lista exaustiva e precisa de todas elas, até porque, é fundamental uma análise casuística. Contudo, a CMVM elaborou uma lista com as situações mais comuns e que se têm vindo a caracterizar desta forma, mas ressaltou o facto de algumas serem informação privilegiada por si só e outras necessitarem de ser conjugadas com elementos adicionais (CMVM, 2008, p. 33)<sup>27</sup>.

Na lista podemos encontrar quatro grupos de factos que devem ser sempre divulgados pelos emitentes, a ver (CMVM, 2008, p. 33 a 34)<sup>28</sup>:

- Factos relacionados com a situação financeira ou com resultados;

---

<sup>25</sup> Ponto 27.

<sup>26</sup> Ponto 32.

<sup>27</sup> Ponto 41.

<sup>28</sup> Pontos 42, 43, 44 e 45.

- Factos relacionados com estratégia e desenvolvimento do negócio;
  - Factos relacionados com estrutura de capital e controlo;
  - Factos relacionados com os valores mobiliários emitidos.
- iii) De forma a uniformizar a actuação dos emitentes perante a informação privilegiada, a CMVM elaborou um conjunto de normas de conduta com o intuito de esclarecer quais os comportamentos desejáveis. Para este efeito, dividiu estas orientações em três pontos fulcrais:

- **As condutas a adoptar pelas sociedades cotadas**

Perante situações que suscitem dúvidas sobre a necessidade de divulgar uma informação deve-se sempre optar por divulgar. Assim, garante-se a transparência do mercado e que o emitente não cometerá qualquer infracção. Da mesma maneira, não se deve optar por disseminar apenas boas notícias, pois independentemente do seu impacto, o que realmente releva é o seu carácter privilegiado. Todos os investidores devem receber o mesmo tratamento, independentemente de serem, ou não, qualificados.

Com a divulgação da informação privilegiada pretendem-se atingir determinados objectivos, referidos *supra*, e para esse efeito foram estabelecidas características próprias para o comunicado de divulgação. Este tem de ser claro, conciso, objectivo e facilmente apreensível de maneira a que o público consiga retirar as suas próprias conclusões sem qualquer dúvida e se cumpra efectivamente o dever consagrado no artigo 248º, n.º 1, do CdVM.

A relação com a imprensa é manifesta e deve ser muito bem gerida para que não ocorram quaisquer ilegalidades e as respectivas consequências. Assim, como medida preventiva, antes de uma entrevista ou conferência de imprensa, devem os emitentes divulgar previamente as notícias em causa.

Relativamente ao momento da comunicação, há propensão para o momento anterior ao início da sessão da bolsa e após o seu término.

Em circunstâncias pouco esclarecedoras relacionadas com o emitente, independentemente da sua veracidade, deve-se ponderar o seu esclarecimento para que não se verifiquem equívocos no mercado. O mesmo comportamento deverá ser adoptado quando erroneamente sejam citados representantes do emitente.

A disponibilidade do emitente (através do seu representante para as relações com o mercado) deve ser total e translúcida para com a CMVM.

▪ **O que devem as sociedades cotadas evitar**

As sociedades admitidas à negociação, não devem gerir a comunicação da informação privilegiada, em prol de si mesmos, *i.e.*, não se devem abster de cumprir as suas obrigações, ou sequer adiar o momento da divulgação, a fim de minimizarem o impacto que essa informação possa ter para a negociação.

A divulgação deve chegar não só à comissão, mas também aos investidores em geral, sem qualquer excepção. Pretende-se evitar a existência de assimetrias informativas, e por isso a informação deve ser estar centrada no mesmo local e ser perceptível por todos.

▪ **As condutas que devem adoptar as terceiras entidades**

Quando uma terceira entidade produz, dispõe ou divulga informação que indirectamente se relacione com o emitente deve adoptar determinados comportamentos, consoante as circunstâncias que se verificam, a saber: restringir o conhecimento dessa informação até à sua divulgação pública; anunciar previamente os calendários de divulgação desse tipo de informação; divulgar publicamente essa informação após o encerramento dos mercados; e divulgar essa informação

simultaneamente a todo o público, sem prejuízo das comunicações sujeitas a sigilo que tenham de ser feitas às pessoas ou entidades relacionadas com os factos .

## **Capítulo III**

### **O Estágio**

#### **A. Plano de Estágio**

Depois do período inicial, de aproximadamente um mês, que consistiu no contacto com a actividade da CMVM e condução de trabalhos preparatórios de pesquisa e consulta a diversas fontes relevantes para a prossecução da investigação, sucedeu-se naturalmente, a fase de integração nos pertinentes departamentos. Para esse efeito, considerou-se adequado promover e aprofundar o enfoque do Estágio Curricular nos seguintes moldes:

#### **Departamento de Supervisão de Mercados, Emitentes e Informação – 03 a 26 de Abril**

Interlocutor da estagiária: Dr. Paulo Francisco

1. Acompanhamento da imprensa diária e da informação relevante sobre empresas e mercados;
2. Acompanhamento do trabalho de um técnico que tenha a cargo uma empresa cotada com actividade informativa relevante;
3. Acompanhamento da negociação diária: relação com a informação divulgada diariamente e análise dos critérios de identificação de operações atípicas ou suspeitas;
4. Entrevista com o director do departamento sobre a importância da informação das empresas para o funcionamento do mercado e o papel da CMVM na matéria.

### **Departamento de Análise de Operações e Investigação – 29 de Abril a 17 de Maio**

Interlocutor da estagiária: Dr. Paulo Horta

1. Análise e estudo de duas participações criminais e das decisões judiciais subsequentes relativas às mesmas;
2. Acompanhamento da actividade do Núcleo de Análise de Operações (NAO): identificação e análise de operações suspeitas;
3. Análise de dois relatórios do NAO em conjunto com o responsável do núcleo;
4. Entrevista com o director do departamento sobre questões relevantes identificadas durante o estágio.

### **Departamento Jurídico e de Contencioso – 20 a 31 de Maio**

Interlocutor da estagiária: Dr. Filipe Santos

1. Análise e estudo de dois processos relativos à informação privilegiada (da acusação da CMVM até à decisão final do tribunal);
2. Levantamento das questões mais relevantes e debate com um técnico do departamento que tenha acompanhado o processo;
3. Recolha e análise de dados estatísticos sobre os processos de contra-ordenação, relativos ao regime da informação privilegiada;
4. Entrevista com a directora do departamento sobre questões relevantes identificadas durante o estágio.

### **Departamento Internacional e de Política Regulatória – 03 a 07 de Junho**

Interlocutora da estagiária: Dra. Helena Bayão Horta

1. Ponto de situação sobre a directiva e o regulamento do abuso de mercado, na parte da informação privilegiada;

2. Informações sobre a participação da CMVM nas instâncias internacionais em que as matérias são discutidas.

**De 11 de Junho a 12 de Julho:** período para elaboração e revisão do Relatório de Estágio Curricular, a submeter pela estagiária à Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa até 15 de Julho de 2013.

<b>Departamento</b>	<b>Período de Estágio</b>	<b>Interlocutor</b>
<b>DMEI</b>	03-04-2013 a 26-04-2013	Dr. Paulo Francisco
<b>DAI</b>	29-04-2013 a 17-05-2013	Dr. Paulo Horta
<b>DJUC</b>	20-05-2013 a 31-05-2013	Dr. Filipe Santos
<b>DIPR</b>	03-06-2013 a 07-06-2013	Dra. Helena Bayão Horta



## B. Departamento de Supervisão de Mercados, Emitentes e Informação

### 1. Objecto e função

Este foi o primeiro departamento onde se iniciou o presente estágio curricular tendo decorrido de 4 a 26 de Abril de 2013.

Apesar de este ser um departamento maioritariamente de trabalho económico, tendo em conta o tema escolhido, foi essencial para um enquadramento e um entendimento mais aprofundado sobre o tema objecto do presente estágio.

Como principal missão do departamento destaca-se a promoção do regular funcionamento de um mercado de valores mobiliários dinâmico, competitivo e transparente, designadamente através da divulgação de informação relevante controlada pelo regulador, por parte dos emitentes, essencial para a tomada de decisão do investidor.

O interesse neste departamento incidiu sobre o controlo pelo regulador da divulgação de informação relevante, tarefa deduzida da missão mencionada supra.

Foi possível observar que o DMEI faz a supervisão tanto dos mercados como dos emitentes admitidos à negociação em mercado regulamentado, e das operações que lhes dizem respeito.

Para isso, desenvolvem diariamente tarefas apropriadas para o efeito como a supervisão da informação ministrada pelos emitentes, nomeadamente a respeitante a informação privilegiada, à situação financeira dessas sociedades e à comunicação de participações qualificadas<sup>29</sup> concomitantemente com a actividade dos auditores e as informações que prestam no âmbito da sua actividade.

Quando se verifica que a informação é nula, ou insuficiente, a CMVM interpela os emitentes para que procedam à divulgação da informação nos termos definidos na lei.

Acompanham diariamente e em tempo real a negociação no mercado, de forma a reagir o mais tempestivamente possível em caso de eventuais comportamentos anómalos, e propô-las a investigação aprofundada; o que permite proteger o mercado do seu irregular funcionamento.

---

<sup>29</sup> Anexo I, ponto 1, do Regulamento Interno da CMVM.

Um dos aspectos mais relevantes do MVM consiste no conhecimento generalizado da informação prestada pelos emitentes, pois influencia o seu correcto funcionamento e por sua vez a eficiência do mercado.

O presente departamento é competente para averiguar a correcta divulgação dos factos relevantes dos emitentes admitidos à negociação em mercado regulamentado, entre as quais, a informação privilegiada.

Todavia, também se depara com algumas dificuldades na concretização das suas funções. É notável o empenho para ultrapassar o obstáculo temporal, *i.e.*, capacidade de resposta, num curto espaço de tempo, para responder aos emitentes, e aprovar prospectos de ofertas públicas, que são documentos extensos e complexos, entre outros.

## 2. Negociação Diária

Na sequência do cumprimento do dever de supervisão do mercado de valores mobiliários, a CMVM acompanha diariamente a negociação em tempo real através do SIVAM Real Time, que permite identificar variações anormais na negociação dos valores mobiliários, através de alertas. Estes alertas baseiam-se em cálculos matemáticos.

Figura 1

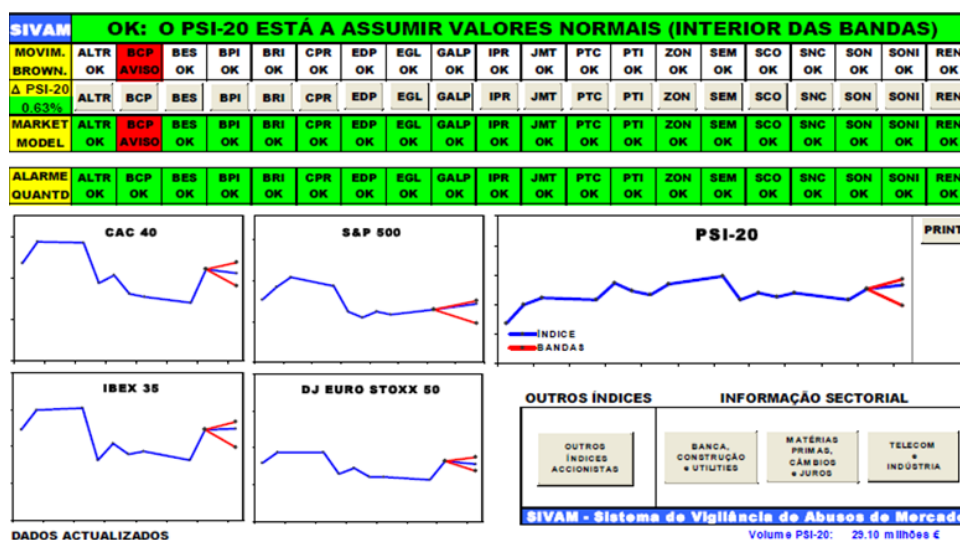


Figura 1 - As iniciativas da CMVM na prevenção e combate ao abuso de mercado,

Carlos Alves, 2008

Sempre que se verificam situações estranhas ao regular funcionamento do mercado, é preciso fazer uma análise por delimitação negativa, de forma a concluir se existem factores que justifiquem ou não, aquelas variações. Não se pressupõe, *a priori*, que a negociação é irregular. Maioritariamente, segundo a experiência dos técnicos, esses comportamentos são sustentados e não constituem qualquer ilegalidade.

Perante uma negociação anómala, procede-se à averiguação das últimas notícias, análises de *research*, comunicados divulgados pelo emitente, e outros factos que possam relevar, com o intuito de perceber o comportamento dos investidores.

Estas informações, juntamente com a análise da negociação, são expostas e avaliadas no relatório de supervisão dos mercados onde se conclui pela necessidade, ou não, de investigar uma possível ilegalidade<sup>30</sup>.

Durante o período de estágio no departamento ocorreram algumas circunstâncias que exemplificam o que aqui foi dito, designadamente o despontar de alertas.

Nos casos analisados existiam notícias sobre os negócios que, à partida, fizeram desencadear os alertas em relação às transacções sobre as acções em questão. Num dos casos eram meras especulações, tanto que só houve confirmação no dia útil seguinte por parte do emitente com a divulgação de informação privilegiada, que justificaria o referido alerta. Aqui, podia-se ter levantado dúvidas face à legalidade dessas transacções. Nesse sentido, após o término dessas situações foi efectuada uma discussão em sede de comité de supervisão.

### 3. Dever legal de divulgação privilegiada

A previsão legal que obriga os emitentes à divulgação de informação privilegiada vem consagrada no artigo 248º do CdVM, e deve conjugar-se com o Regulamento da CMVM n.º 5/2008.

Este dever pretende restringir, ao máximo, a margem de actuação do insider enaltecendo uma política institucional de transparência em que se tenciona evitar o lapso temporal entre o conhecimento de um grupo restrito de sujeitos sobre a informação em questão e sua divulgação junto do público (Santos G. C., 2004). A esta acepção jurídica, encontram-se implícitas razões económicas, na medida em que a

---

<sup>30</sup> V.g. abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado.

obrigação de prestar informação ao mercado acaba por reduzir os custos que os investidores suportam na sua obtenção para a tomada de decisões de investimento (Câmara, 1998, p. 87).

A informação divulgada está sujeita a determinadas características, ínsitas no artigo 7º do CdVM, que condiciona a sua qualidade à completude, veracidade, actualidade, clareza, objectividade e licitude. Só assim a informação é idónea para cumprir aquele dever e assegurar a transparência do mercado permitindo uma avaliação mais eficiente do risco agregado a um determinado investimento.

De forma a tentar clarificar o que é entendido pelos emitentes como informação privilegiada, foi realizado o levantamento da informação divulgada por alguns destes.

A amostra analisada, inicialmente, é composta por seis emitentes de sectores distintos, e são eles: i) Brisa; ii) EDP; iii) Jerónimo Martins; iv) Novabase; v) Media Capital; e vi) Sumol + Compal.

Esta escolha prende-se com a tentativa de encontrar semelhanças na divulgação de informação, e na forma como os emitentes interpretam o conceito e o aplicam.

Analisou-se um espaço temporal curto, mas recente, para entendermos a *actualidade* do tema, com o objectivo de compreender o que hoje as empresas cotadas na bolsa consideram ser informação privilegiada e a forma como gerem a política de comunicação.

Os mercados financeiros têm evoluído a uma velocidade célere, o que se reflecte no dia-a-dia das empresas. A globalização, e consequentemente, a feroz concorrência que se verifica entre estes obriga a que estejam em permanente actualização e inovação.

A informação que se constatou ser comum a todos os emitentes é a divulgação de resultados, seja anual, semestral ou trimestral, bem como a informação referente às Assembleias. Pelo que, se conclui que esta é considerada por aqueles como susceptível de provocar alterações significativas nos mercados financeiros. Na mesma linha, mas com menor frequência, seguem-se as informações sobre a actividade e as previsões.

É compreensível que estas categorias sejam as mais presentes, pois reflectem a situação financeira dos emitentes e transmitem alguma confiança aos investidores.

Não obstante, isto é apenas uma consequência de um dever legal<sup>31</sup> a que aqueles estão obrigados, com o intuito de salvaguardar a eficiência do mercado.

A frequência, o grau de desenvolvimento, ou mesmo a quantidade de informação que é divulgada difere de emitente para emitente. Visto que o comportamento dos emitentes tem de ser analisado casuisticamente, e não de uma perspectiva global, uma vez que cada um tem características distintas e posições diferentes no mercado.

Um dos factores que justifica as assimetrias na frequência com que os emitentes divulgam informação privilegiada é a sua dimensão e relevância no mercado, tal como entende a CMVM:

“O significado da informação varia consoante a dimensão do emitente, desenvolvimentos recentes que se tenham verificado, o sentimento do mercado face ao emitente e ao sector em que opera e ainda consoante o tipo de instrumento que está em causa. Com efeito, determinada informação poderá ser idónea para influenciar significativamente o preço de uma acção e já não o preço de uma obrigação” (CMVM, 2008, p. 32)<sup>32</sup>.

Uma situação que suscitou algum interesse foi o facto de alguns emitentes, como a Brisa ou a Jerónimo Martins, divulgarem o calendário financeiro como informação privilegiada. Este comportamento não é uma exigência legal, mas é considerada *best practice*, pois permite que a informação relevante seja conhecida por todos em simultâneo, visto que as datas da sua divulgação são estabelecidas previamente e dadas a conhecer com antecedência. Assim, evita-se qualquer discrepância.

Nos dias que correm, a imprensa apresenta um papel relevante na sociedade e as notícias são cada vez mais especializadas, o que influencia o carácter “não público” da informação e consequentemente os mercados financeiros.

Neste sentido, entende a CMVM que:

“Em contactos mantidos com a comunicação social, com investidores ou com analistas, os responsáveis dos emitentes pretenderem emitir juízos ou opiniões sobre as entidades que representam ou os valores mobiliários por elas emitidos, devem ter o cuidado de, previamente cumprir as suas obrigações de informação, para que tais juízos ou opiniões assentem em dados sobre o emitente ou sobre os valores mobiliários por si emitidos que sejam devidamente conhecidos” (CMVM, 2008, p. 31)<sup>33</sup>.

---

<sup>31</sup> Art. 248<sup>a</sup> do Código de Valores Mobiliários.

<sup>32</sup> Ponto 33.

<sup>33</sup> Ponto 29.

É comum encontrar na imprensa informação relevante sobre os emitentes, mas esta deve ser utilizada com alguma precaução de forma a serem cumpridas as disposições legais que regulam esta matéria.

Por vezes, as situações não se processam da maneira mais adequada e a CMVM tem necessidade de pedir esclarecimentos aos emitentes sobre informações tornadas públicas sem o seu conhecimento e que podem vir a interferir com a transparência das transacções no mercado dos valores mobiliários.

Quanto à qualidade *price-sensitive* da informação podem-se levantar algumas questões. Utilizando um exemplo dos casos seleccionados, referente ao grupo Jerónimo Martins, até que ponto a informação sobre a alteração da sede social terá impacto nos preços, tendo em conta que se mantém no mesmo país e na mesma cidade? Do nosso ponto de vista, não nos parece que esta pudesse ser considerada uma informação privilegiada na sua verdadeira acepção jurídica pela ausência sistemática de variações relevantes nos preços, e na realidade não o é. Caso diferente, poderia ser uma alteração da sede social para outro país. Isto porque, muitas vezes esta alteração está associada a cargas fiscais muito elevadas no país de origem.

Ainda assim, uma possível justificação para este comportamento parece ser a ausência de uma secção, no site da CMVM, para “outros comunicados”. O que faz com que os emitentes em situações referentes a este género de informações tenham de-as colocar nas secções existentes e esta aparenta ser a melhor opção.

Uma vez que na análise de emitentes muito distintos na sua actividade comercial, podemos verificar que só um ou outro tipo de informação é sempre coincidente, e que todas as outras reflectem a política de comunicação do emitente, resolvemos analisar dois emitentes da mesma actividade para saber se existe um comportamento mais concomitante, ou não.

Para esta análise escolheu-se o grupo JM e a Sonae, SGPS, S.A, e utilizou-se a síntese anual da informação divulgada em 2011. As conclusões não são diferentes daquelas a que se chegou anteriormente, apesar de o sector ser o mesmo. A informação que cada um difunde reflecte a interpretação que faz do conceito e dos factos, sendo coincidentes, as já referidas *supra*<sup>34</sup>.

---

<sup>34</sup> Resultado de contas e matéria das Assembleias.

Em determinadas circunstâncias, os comunicados feitos pelos emitentes são esclarecimentos exigidos pela CMVM.

São múltiplos os factores que podem influenciar o preço dos valores mobiliários e, por isso, torna-se inadequado comparar emitentes mesmo que sejam do mesmo sector. O que se torna essencial é analisar e interpretar o conceito de informação privilegiada tendo em conta a estrutura e organização da empresa face ao mercado e a tudo o que com ele se relaciona.

Não obstante o mercado de valores mobiliários português ser diminuto, comparativamente com os restantes mercados europeus e o dos Estados Unidos da América, as informações privilegiadas são muito significativas, tanto que, todos os dias há difusão de informação.

De acordo com o que se pôde entender, os emitentes, hoje, têm uma conduta conforme no que se relaciona com informação privilegiada. Existe uma comunicação mais fluída, tempestiva, rigorosa e completa, do que se verificava há 10 anos. Esta evolução é o reflexo de regras mais exigentes, de investidores mais sofisticados e qualificados, sistemas de informação mais desenvolvidos e aplicação de sanções face ao incumprimento dos deveres exigidos<sup>35</sup>.

#### 4. A relevância do acompanhamento da imprensa na supervisão da divulgação de informação privilegiada pelos emitentes

Uma das funções que compete ao DMEI é o acompanhamento da imprensa. Esta é uma tarefa diária, e que se revela bastante útil e importante para a supervisão dos mercados e emitentes.

Todos os dias, é elaborado um “Relatório Diário Briefing dos Emitentes” que se destina a compilar toda a informação relevante referente à sessão de bolsa, às notícias publicadas, à evolução dos resultados do PSI-20, aos calendários de eventos corporativos e às ofertas em curso.

Esta síntese pretende compilar os factores que podem vir a influenciar as transacções daquele dia, o que torna a supervisão dos mercados mais célere e eficiente. Pois há alertas, que são previsíveis e por isso não se verifica a necessidade de investigar.

---

<sup>35</sup> Estes exemplos não são taxativos, pois são inúmeros os factores que influenciam o comportamento dos mercados e dos emitentes.

Durante o estágio existiram pelo menos duas situações destas, onde já se previa uma alteração expressiva na negociação em função de acontecimentos importantes que estavam a decorrer (uma fusão e uma venda).

A maioria das variações anormais que se verificam na negociação diariamente é justificável com base nas notícias uma vez que, por estas também se conhece a conjuntura macroeconómica, nacional e internacional, e outras que possam influenciar o mercado de capitais.

Esta tarefa tem ainda outra vertente, que permite o apuramento do cumprimento do dever de divulgação de informação privilegiada pelos emitentes. Se existirem notícias publicadas que não tenham sido comunicadas de acordo com os requisitos legais será necessário esclarecer o sucedido junto do representante do emitente para as relações com o mercado, e eventualmente instaurar um processo contra-ordenacional.

A imprensa tem assumido um papel cada vez mais relevante na sociedade, tem progredido no sentido de desenvolver um trabalho cada vez mais sério e rigoroso, e que se reflecte no mercado de capitais. Posto isto, é cada vez mais eminente, a necessidade de informar o público sobre os acontecimentos relevantes, de forma a garantir que o mercado não está distorcido, visto que a informação jornalística avulsa e ocasional produz reacções assinaláveis no funcionamento do mercado de valores mobiliários (Costa Pinto, 1998, p. 100).

Apesar deste meio não ser, formalmente, o mais adequado relativamente ao cumprimento de divulgação de informação privilegiada, é hoje um método influente e eficaz de transmissão de informação e de esclarecimento da sociedade.

Contudo, a posição dos *media* face aos mercados nem sempre é transparente. Pois, podem levantar-se questões controversas, como por exemplo, sobre a admissibilidade de os jornalistas serem destinatários das normas do CdVM, especificamente enquanto agentes do mercado de valores mobiliários, de onde podem surgir conflitos de interesses – situação que se pretende evitar.

Desta forma, vem esclarecer Frederico de Lacerda da Costa Pinto (1998, p. 101 e 102), que podem ser efectivamente dirigidas também a jornalistas.

Esta afirmação tem como base a punição, no artigo 378º, n.º1, do CdVM, não só dos *insiders* como dos *outsiders* e, nesta lógica, tem a doutrina admitido que se incluem os



jornalistas (Costa Pinto, 1998, p. 103 e 104), podendo haver responsabilização contra-ordenacional e criminal dos mesmos.

O desempenho desta profissão pode, até suscitar um conflito de interesses quando o jornalista é simultaneamente investidor, e na sequência daquela beneficia de informação não pública ficando em vantagem perante os restantes investidores. Mesmo no caso de não investir pode beneficiar do conhecimento dessa informação e fazer uso dela.

Neste sentido, Frederico de Lacerda da Costa Pinto (1998, p. 106 e 107) ressalva que o crime de abuso de informação não proíbe a simples posse de informação privilegiada, mas sim e apenas a sua comunicação para uso de outrem e a sua utilização negocial, do que se pode retirar que o facto daquele conhecer o evento em causa não interfere com a sua actividade profissional. Até porque, como pudemos verificar anteriormente, a imprensa está bastante envolvida na divulgação pública de informação privilegiada. Assim sendo, podemos distinguir o jornalista do “jornalista-investidor” relativamente à delimitação do âmbito de aplicação do artigo 378º, n.º 1, do CdVM.

Logo, não se poderia excluir esta profissão dos agentes do artigo 378º, em virtude de se colocar em causa o fundamento da norma (princípio da igualdade no acesso à informação), mas também não se pode englobar toda a classe jornalística.

Posto isto, verificamos que apesar de a imprensa se apresentar como um dos instrumentos usados para a supervisão dos emitentes, esta revela, também, um perigo potencial para os mercados, devido à proximidade entre o jornalista e a informação. Contudo, a admissibilidade de responsabilização deste agente garante que este meio de comunicação traga mais vantagens do que desvantagens para o mercado de valores mobiliários.

## C. Departamento de Análise de Operações e Investigação

### 1. Objecto e função

No âmbito do plano de estágio, estive integrada neste departamento de 29 de Abril a 17 de Maio de 2013.

Ao DAI compete fazer a análise de operações e averiguações preliminares de situações anómalas que tenham sido detetadas, de forma a avaliar se existe ou não matéria indiciária susceptível de motivar a instauração de um processo crime ou de um processo de contra-ordenação. Apurado um indício de crime, o DAI elabora e propõe a respetiva denúncia ao Conselho Directivo, que concordando com os fundamentos, delibera a sua participação ao Ministério Público<sup>36</sup>, órgão competente para exercer a acção penal. Faz, ainda, parte das funções do DAI elaborar relatórios de perícia e pareceres técnicos, sempre que tal lhe seja solicitado por outras unidades orgânicas<sup>37</sup>.

O departamento encontra-se organizado em duas áreas que, apesar de distintas são complementares: o núcleo de análise de operações e a área de investigação.

O NAO é um núcleo autónomo que faz a análise dos casos em que se suspeita de crimes contra o mercado. Regra geral, os processos que são encaminhados para o departamento passam, numa primeira fase, por esta “triagem”.

O seu trabalho pressupõe uma análise prévia à investigação dos indícios de crime com o intuito de detectar transacções suspeitas e verificar a conveniência de um exame mais minucioso e completo.

Nos casos em que o relatório do NAO revela a possibilidade de existência de matéria indiciária, cabe à área de investigação aprofundar a análise e recolher os indícios necessários para se aferir da existência de notícia de crime (ou contra-ordenação) ou da sua inexistência.

Podem, porém alguns casos, geralmente de menor complexidade não passar pelo NAO e seguir diretamente para a investigação, consoante decisão do comité de supervisão ou do CD.

---

<sup>36</sup> Art. 1º, do Estatuto do Ministério Público, Aprovado pela Lei n.º 47/86, de 15 de Outubro, republicado pela Lei n.º 60/98, de 27 de Agosto, e alterado pelas Leis n.os 42/2005, de 29 de Agosto, 67/2007, de 31 de Dezembro, 52/2008, de 28 de Agosto, 37/2009, de 20 de Julho, 55-A/2010, de 31 de Dezembro e 9/2011 de 12 de Abril, disponível em [http://www.pgr.pt/grupo\\_pgr/indice.html](http://www.pgr.pt/grupo_pgr/indice.html).

<sup>37</sup> Anexo I, ponto 4, do Regulamento Interno da CMVM.

## 2. Análise de Operações

Perante a possibilidade da prática de um crime de abuso de informação privilegiada, o NAO faz uma análise dos acontecimentos segundo uma metodologia, não vinculativa, sistematizada em 7 passos, que se aplica casuisticamente, a ver:

“Passo 1 – Identificação de informação price sensitive; Passo 2 – Averiguação da existência de retornos anormais nos 20 dias que precedem o facto relevante. Selecção de uma sub-amostra; Passo 3 – Análise intra-diária da sub-amostra seleccionada; Passo 4 – Selecção “time series” dos intermediários financeiros mais relevantes; Passo 5 – Selecção “cross section” dos intermediários financeiros mais relevantes; Passo 6 – Pedido de comitentes aos intermediários financeiros seleccionados nos passos anteriores; Passo 7 – Identificação dos comitentes com as estratégias de negociação mais relevantes e confrontação com lista de insiders”.

Para se concluir sobre o primeiro passo são utilizados gráficos que mostram a evolução das acções, e do PSI 20, numa janela de tempo adequada a verificar a sensibilidade dos preços à informação privilegiada em questão. Constroem-se limites teóricos da oscilação do valor normal do preço das acções, tendo em conta o caso concreto, e na circunstância de o preço de mercado extravasar esses limites, considera-se que o facto relevante tem um carácter *price sensitive*. A par destas fontes, são habitualmente usadas notícias que se relacionam com o assunto em análise e que podem justificar determinados comportamentos.

No segundo passo, pretende-se restringir a análise às transações com alterações significativas e, para isso, seleccionam-se um conjunto de sessões de negociação de forma a prosseguir-se para uma análise intradiária mais detalhada. Esse trabalho tem como base os alertas SIVAM de retornos diários para acções do emitente em causa. As sessões de bolsa elegidas tanto podem ser as que antecedem a divulgação da informação, como as que a sucedem.

Depois de seleccionadas as sessões, segue-se o passo 3 que passa pela sua análise pormenorizada com recurso a representações gráficas. Aqui, pretende-se verificar a evolução da cotação e as quantidades transaccionadas, num dia específico, assinalando-se os “picos” da negociação. Regra geral, a negociação é mais concentrada na abertura e no fecho da sessão de bolsa.

Após a identificação do espaço temporal relevante, passa-se para o passo 4, que mostra como se repartiu a negociação de acções entre os IF durante aquele período. Esta análise abrange tanto o lado da venda como da compra. Só os IF que

apresentarem comportamentos estatisticamente atípicos prosseguirão para o passo seguinte, em que se vão apurar as quotas desses IF nos períodos das elipses<sup>38</sup>, esta restrição limita-se, agora, pelas horas e não pelo dia da sessão. No fim deste procedimento já se consegue restringir, razoavelmente, o universo de IF que poderão ter incorrido em práticas ilícitas.

Após a identificação dos IF nas tabelas do passo anterior, estes são identificados de forma a proceder-se ao passo 6, que consiste no pedido de comitentes àqueles.

Por último, verifica-se se algum dos IF tem um comportamento que se identifique com as estratégias de negociação<sup>39</sup> mais relevantes, e que se confronta com a lista que se obteve de possíveis *insiders*. Após este enquadramento, é ainda, necessário averiguar se existe alguma relação/ligação entre o emitente e aqueles.

Após a concretização dos passos acima indicados, de acordo com a conclusão obtida, e caso existam suspeitas de abuso de informação privilegiada, é elaborada uma proposta de investigação ao DAI, no sentido de se aprofundar a pesquisa de relações entre os comitentes que executaram as estratégias de negociação mais suspeitas e os *insiders*.

Considera-se esta acção necessária por forma a melhorar a eficiência do processo, canalizando os esforços para as situações que merecem maior atenção. Se assim não fosse, o departamento de investigação dispenderia demasiado tempo a investigar situações sem relevância e a atrasar processos que requerem efectiva atenção. Este sistema permite uma canalização de esforços mais eficiente onde, as investigações com resultados consistentes transitam para o MP, ao qual cabe a decisão de abertura de inquérito.

Este é um trabalho que permite ir delimitando os elementos mais significativos até alcançar um grupo específico de suspeitos numa janela de tempo precisa.

---

<sup>38</sup> Período que designámos *supra* de “pico”.

<sup>39</sup> **Estratégia A** – Comitentes que realizaram apenas compras/vendas antes da divulgação do facto relevante, e não negociaram após a divulgação do facto relevante; **Estratégia B** – Comitentes que realizaram apenas compras/vendas antes da divulgação do facto relevante, e realizaram apenas vendas/compras após a divulgação do facto relevante; **Estratégia C** – Comitentes que realizaram compras/vendas líquidas antes da divulgação do facto relevante, e não negociaram após a divulgação do facto relevante; e **Estratégia D** – Comitentes que realizaram compras/vendas líquidas antes da divulgação do facto relevante e realizaram vendas/compras líquidas após a divulgação do facto relevante.

### 3. Averiguações Preliminares

#### a) Investigação de operações suspeitas

Para entendermos como tudo se processa pretende-se abordar inicialmente as formas de conhecimento das operações suspeitas, pela autoridade de supervisão<sup>40</sup>, que posteriormente seguem para uma investigação.

A CMVM toma conhecimento de operações suspeitas de três formas<sup>41</sup>: i) conhecimento próprio; ii) por meio dos órgãos de polícia criminal; e iii) denúncia.

Para o caso das denúncias, estas devem ser feitas através dos formulários disponibilizados pela CMVM<sup>42</sup> que diferem consoante se trate de denúncia no âmbito da execução do dever de comunicar de operações suspeitas<sup>43</sup>, ou de uma denúncia a título individual. Existe também a possibilidade de denunciar por telefone ou outro meio que seja adequado para o efeito, sem prejuízo de ser confirmada por escrito.

Este dever de comunicar operações suspeitas visa proteger a integridade do mercado de condutas abusivas, e é uma forma específica de colaboração com a autoridade de supervisão (aos quais alguns agentes do mercado estão obrigados pelo CdVM<sup>44</sup>).

O dever legal do art. 382º, n.º 2, do CdVM, obriga os intermediários financeiros e as sociedades gestoras de mercado ou de sistemas que exercem actividades em Portugal a cumprir este dever junto da CMVM, por meio de comunicação da operação suspeita, a qual deve identificar o autor da mesma.

Esta conduta não se identifica com a denúncia de um crime, trata-se exclusivamente da comunicação imediata de factos suspeitos que devem ser analisados à luz dos tipos incriminadores. Basta uma suspeita fundada para se dar início a este processo, desde que sejam apresentadas as razões subjacentes.

Relativamente à forma de aquisição da notícia de operações suspeitas pela própria CMVM, já tivemos oportunidade de explicar<sup>45</sup>.

Depois de obtida a notícia do (possível) crime, cabe à CMVM investigar os factos denunciados. Para esse efeito, está previsto no CdVM o processo de averiguações

---

<sup>40</sup> Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.

<sup>41</sup> Art. 382º, n.º 1, do CdVM.

<sup>42</sup> Vide [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

<sup>43</sup> Art. 382º, n.º 2 do CdVM.

<sup>44</sup> Art. 359º, n.º 3, do CdVM.

<sup>45</sup> Capítulo III, B., do presente relatório de estágio.

preliminares<sup>46</sup>, que “deriva dos poderes de supervisão”<sup>47</sup> (Santiago, 2001, p. 610) que lhe são conferidos. Este regime não é imperativo, porém quando se decide pela não aplicação deve esta ser bem justificada.

O objectivo de criar este mecanismo prende-se com a propensão acrescida na obtenção da notícia do crime por parte da CMVM no combate à criminalidade financeira, visto que concentra os meios técnicos adequados e conhecimentos especializados vitais para descortinar indícios da prática de crime (Curado, 2012, p. 240).

É importante esclarecer que o regime das averiguações preliminares da CMVM não corresponde à fase de inquérito do processo criminal, que cabe ao Ministério Público. Estas não se confundem, até porque, “nem toda a investigação criminal acontece no seio do processo penal” (Curado, 2012, p. 257). Perante a tecnicidade do ilícito em apreço, verifica-se que tanto os Órgãos de Polícia Criminal como as Autoridades Judiciárias, não dispõem de qualidades como a experiência na sua detecção e tratamento, o que é essencial (Fonseca, 2003, p. 114).

A intervenção da CMVM, na investigação, tem consistido maioritariamente na recolha de documentos, disposição de análises sobre os factos e indicação de peritos (Pedroso e Verdelho, 1998, p. 124 e 125).

O regime das averiguações preliminares surge ainda no âmbito das competências de supervisão da CMVM, apesar de ser uma fase facultativa e anterior ao processo penal. O seu primordial objectivo centra-se em aferir indícios da prática de crimes contra o mercado. Esta investigação prévia cabe à CMVM, por motivos de especificidade e de conhecimento técnico. O regulador está mais próximo destas realidades e por isso, saberá seleccionar o que é verdadeiramente relevante e terá interesse processual (Curado, 2012, p. 257).

Não está legalmente previsto um prazo para a conclusão das averiguações preliminares, no entanto, segundo os técnicos responsáveis, estes processos têm uma duração de aproximadamente um ano dependendo da sua complexidade. Contudo, “o respeito pelos direitos fundamentais dos cidadãos e pelos princípios mais elementares decorrentes do Estado de Direito Democrático impõem à entidade reguladora dos mercados o dever de não prolongar as averiguações para além do constitucionalmente admissível” (Santiago, 2001, p. 617 e 618).

---

<sup>46</sup> Art. 383º e ss., do CdVM.

<sup>47</sup> Art. 361º do CdVM.

Para que a investigação se aproxime o mais possível da verdade material foi atribuída à CMVM a faculdade de reunir as provas necessárias<sup>48</sup>. Para isso pode pedir documentos, informações, etc., e proceder a apreensões e inspecções.

As solicitações de informações ou esclarecimentos podem recair sobre pessoas ou entidades, sujeitas ou não, à supervisão da CMVM. Porém, só àquelas em que recai esse dever legal são obrigadas a cumprir, ou podem vir a responder pela prática do crime de desobediência. As outras podem recusar-se, e perante este cenário a alternativa será “remeter o processo para o MP proceder à abertura de inquérito” (Santiago, 2001, p. 622).

Apesar dos poderes atribuídos à CMVM, e porque muitas vezes é necessário abordar pessoas ou entidades não sujeitas à sua supervisão, o trabalho conjunto entre esta e as autoridades judiciais e órgãos de polícia criminal é absolutamente essencial à competente execução da investigação destes crimes.

Segundo Frederico Costa Pinto (2000a, p. 102 e 103), a importância da CMVM em possuir um “estatuto de independência (político, económico e judiciário) constitui uma garantia fundamental relativamente à qualidade e à função da actividade de supervisão dos mercados de valores mobiliários”.

A cooperação, nacional e internacional, tem sido um fenómeno essencial à boa prossecução das investigações feitas no domínio desta criminalidade económico-financeira. São crimes pouco evidentes, e que têm características próprias. Afastam-se da criminalidade tradicional mais comum, e os seus agentes tendencialmente deixaram de agir isoladamente para se agruparem.

Trata-se de uma nova realidade “complexamente organizada e estruturalmente dotada de grande mobilidade e, amiúde, com origem externa e com possibilidade, no que concerne à defesa do grupo, de dissimulação dos seus membros e camuflagem dos meios envolvidos” (Fonseca, 2003, p. 115).

A partilha de informação entre autoridades de supervisão dos diferentes países tem-se revelado uma importante ferramenta na detecção e desmantelamento de organizações criminosas.

---

<sup>48</sup> Art. 385º, do CdVM. Apesar de este artigo só mencionar as apreensões e as inspecções, o regime que se deve aplicar relativamente aos meios de prova é o título III do livro III, do CPP. Para a investigação dos crimes contra o mercado de valores mobiliários os meios de prova mais utilizados são os exames, as buscas e as apreensões.

No fim do processo das averiguações preliminares e obtida a notícia de um crime, compete ao Conselho Directivo da CMVM remeter os elementos recolhidos para o MP.

b) Instrumentos de Cooperação Internacional

No âmbito das suas competências de investigação, o DAI apoia-se em inúmeros acordos bilaterais<sup>49</sup> e dois memorandos multilaterais relativos à troca de informações – nos quais vai insidir esta análise.

Com a actual natureza internacional dos mercados de valores mobiliários, devido ao fenómeno da globalização e as novas tecnologias de informação, evidenciaram as dificuldades na identificação dos investidores e as suas estratégias de investimento, que surgem cada vez mais complexas e elaboradas.

Neste sentido, tem-se desenvolvido um trabalho de cooperação<sup>50</sup>, tanto bilateral como multilateral, com o intuito de acelerar os processos e punir os agentes que actuam contra o regular funcionamento do MVM, ao mesmo tempo, que se pretende facilitar o desempenho das funções de supervisão e de aplicação efectiva das leis e regulamentos que regem os mercados.

Para que se possa ter uma visão mais definida da importância e dos métodos utilizados em casos de investigação referentes a agentes exteriores, pretendo explicar qual o conteúdo dos memorandos de entendimento multilaterais aos quais a CMVM se encontra vinculada.

O memorando da IOSCO<sup>51</sup> é o mais importante, uma vez que se aplica no plano internacional e é mais abrangente face ao memorando do CESR<sup>52</sup>, que se cinge aos países da Europa<sup>53</sup>. Porém, todos os acordos assinados no contexto da cooperação e troca de informações, são imprescindíveis no que se refere a uma rápida e eficaz investigação.

---

<sup>49</sup> Disponível em <http://www.cmvm.pt>.

<sup>50</sup> Previsto nos arts. 373º e ss, do CdVM.

<sup>51</sup> *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information.*

<sup>52</sup> *Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities.*

<sup>53</sup> Membros da comissão.



▪ CESR

O memorando multilateral do CESR foi o primeiro acordo assinado no âmbito da cooperação e troca de informação para efeitos de supervisão dos mercados de valores mobiliários. À época, considerou-se que o modelo de memorando de entendimento teria uma aplicabilidade mais expedita e célere, face à conjuntura verificada, e para esse efeito estipularam-se determinados comportamentos com vista a obter esse fim.

Neste sentido, os Estados-membros obrigam-se a comunicar entre si com uma maior assistência mútua em qualquer matéria no domínio das competências das autoridades perante a violação das leis e regulamentos que regem o mercado de valores mobiliários. Mesmo quando a informação solicitada não se encontre na disponibilidade directa da autoridade requerida, esta deve, dentro dos limites legais permitidos, tentar obter essa informação onde ela se encontre com intuito de responder ao pedido da autoridade requerente.

Nos casos em que se ponha em causa a soberania, a segurança ou a ordem pública de um Estado, pode a autoridade requerida negar a assistência. O mesmo pode acontecer quando já esteja em curso um processo judicial e tenham sido aplicadas as respectivas sanções na autoridade requerida contra as pessoas que estão a ser investigadas e sobre as quais se pede informação.

Dentro dos trâmites legais admissíveis, e sem pedido prévio, acordam os Estados-membros, que cada autoridade deve fornecer a outra, qualquer informação relevante que lhe possa ser útil para o desempenho das suas funções.

O memorando estipula uma série de ferramentas que visam a maior colaboração entre os Estados através da comunicação e partilha de informação.

No âmbito da investigação, a autoridade requerida deverá utilizar os meios necessários à sua disposição para a execução do pedido, incluindo fornecer informação que se relacione indirectamente com o caso mas que revele interesse, sem prejuízo dos limites legais impostos e admissíveis. Quando a troca de informações não esteja de acordo com as disposições exigidas por Directivas europeias, a utilização destas será exclusivamente para:

- “i) securing compliance with or enforcement of the domestic laws or regulations specified in the Request; ii) initiating, conducting or assisting in criminal, administrative, civil or disciplinary proceedings resulting from the violation of the laws or regulations specified in the Request; iii)

any of the particular purposes specified in Art. 3 (1) a.-f to the extent that they are administered by the Requesting Authority.”

É total a confidencialidade, quanto ao próprio pedido e tudo o que com ela se identifique. No entanto, perante a necessidade do uso das informações fornecidas para qualquer outro fim que não os mencionados no acordo, é imprescindível a autorização prévia da autoridade que prestou essa informação.

As autoridades comprometem-se a encontros periódicos para a revisão dos procedimentos e das ferramentas disponíveis, bem como para partilha de informação que possa ser susceptível de interessar às várias partes.

Este memorando vem substituir qualquer disposição contrária, que se mostre mais restritiva à cooperação, estipulada em entendimentos bilaterais celebrados antes da data em que este entra em vigor.

- IOSCO

O memorando assinado pelos membros da IOSCO, tem como primordial intuito criar um plano de assistência mútua na troca de informações segundo a leis de cada país. Não se pretendeu criar normas vinculativas, uma vez que não se alargam os poderes das autoridades reguladoras, mas tenciona-se cumprir com as leis nacionais na persecução deste objectivo.

Porém, não se tenciona alcançá-lo a todo o custo e foram estabelecidas situações em que se admite que os pedidos de ajuda sejam negados, a saber:

“i) where the request would require the Requested Authority to act in a manner that would violate domestic law; ii) where a criminal proceeding has already been initiated in the jurisdiction of the Requested Authority based upon the same facts and against the same Persons, or the same Persons have already been the subject of final punitive sanctions on the same charges by the competent authorities of the jurisdiction of the Requested Authority, unless the Requesting Authority can demonstrate that the relief or sanctions sought in any proceedings initiated by the Requesting Authority would not be of the same nature or duplicative of any relief or sanctions obtained in the jurisdiction of the Requested Authority; iii) where the request is not made in accordance with the provisions of this Memorandum of Understanding; or iv) on grounds of public interest or essential national interest.”

No âmbito da assistência, os Estados comprometem-se à maior colaboração possível, e sem qualquer limitação no que trata de documentos, obtenção de informação, transacções, transferências, tudo o que se relacione com os IF, com a identificação dos intervenientes nas negociações e pessoas que possam estar relacionadas com o assunto em causa.

Na execução da assistência, deve ser divulgada toda a informação relevante ao caso, mesmo que não conste expressamente do pedido.

Admite-se uma colaboração directa entre a autoridade requerente e a autoridade requerida, através do envio de um membro da primeira, previamente definido, para colaborar com a segunda. Nas circunstâncias em que se recorre ao testemunho, e quando a lei o permita, a requerente pode estar presente nos depoimentos.

É permitido o uso de documentos não-públicos em resposta a um pedido de assistência exclusivamente com o intuito de responder àquele e cumprir com as disposições legais em apreço, da mesma forma que se aceita a sua aplicação em processos judiciais. Fora deste âmbito, depende de autorização da autoridade que prestou a informação reservada.

Cada pedido formulado é confidencial bem como todos os conteúdos que com ele se relacionam. Prevê-se que a publicação de informação não pública será o último recurso aplicado, e com a concordância da outra autoridade reguladora. Uma vez que, com a solicitação da assistência, a requerente tem de garantir o cumprimento das normas de confidencialidade acordadas e descritas no memorando.

Com o objectivo de melhorar a cooperação, a investigação e a resolução de questões pertinentes, as autoridades comprometem-se a consultar-se mutuamente ao abrigo do memorando sobre matérias de preocupação comum.

Em particular, quando estejam em causa alterações significativas nos mercados ou na legislação que lhes diz respeito, e possa influenciar a correcta persecução do memorando. Perante situações de conflito entre eles, existe a possibilidade de se reunirem para alcançar um consenso.

Como se pode verificar, através da análise feita dos dois memorandos, estes revelaram semelhanças. Contudo, o memorando da IOSCO é mais abrangente pelo que, acaba por ter maior impacto nesta matéria.

Entendeu-se que estes mecanismos de actuação foram essenciais para se conseguir acompanhar, dentro dos possíveis, a evolução deste tipo de criminalidade que se tem vindo a verificar, cada vez mais complexa e organizada. Sem este sistema de cooperação muitas das investigações poderiam ficar comprometidas, e mesmo não ficando, o tempo de investigação seria superior ao que se verifica normalmente que é de um ano.

Isto porque, segundo os dados do Ministério Público, relativamente aos agentes dos crimes, apurou-se que existe a intervenção de sociedades de direito estrangeiro, com sede em paraísos fiscais. E, curiosamente, em todos esses casos analisados “verificou-se que estas sociedades off-shore eram controladas por pessoas colectivas de direito português, ou por cidadãos portugueses” (Pedroso e Verdelho, 1998, p. 131). Tal como aconteceu no caso apresentado *infra*.

#### 4. Processo X - elementos probatórios obtidos junto de *offshores*

Depois de se obter elementos básicos relativos ao crime de abuso de informação privilegiada é necessário fazer uma investigação mais profunda para averiguar se existe uma notícia do crime e encaminhar o processo ao Ministério Público com o intuito de se instaurar um processo criminal.

Para um entendimento sobre esta tarefa utilizou-se um processo real (já transitado em julgado) ao qual darei o nome de processo X.

O caso em apreço trata da suspeita de utilização de informação privilegiada na compra de acções da empresa X, para a qual estava a ser preparada uma OPA. Esta investigação versou sobre os indivíduos que estavam por detrás da empresa que formalmente actuou no mercado de valores mobiliários com o intuito de obterem vantagens patrimoniais.

Esta situação reporta-se ao ano 2000, mais concretamente, aos meses de Março e Abril, período no qual foi apresentada uma OPA e se verificaram negociações anómalas; a CMVM actuou com o intuito de detectar indícios de abuso de informação privilegiada.

Perante estas situações, é indispensável investigar junto de entidades bancárias, intermediários financeiros, e ainda, entre outros organismos que possam estar implicados no caso, de forma a provar todos os passos e métodos utilizados no ilícito.

Para o seu alcance foram tomadas diversas diligências referentes às pessoas intervenientes, aos actos e operações efectuadas com as acções da empresa X.

Num primeiro momento foi feita uma apreciação a respeito do processo que conduziu à tomada de decisão de lançamento da OPA sobre a empresa X. Nesse sentido, foram solicitados documentos concernes às reuniões (cronograma, actas) e o elenco das pessoas envolvidas no processo negocial, passando a uma análise do anúncio preliminar. Estava em causa uma compra de 1.891.485 acções ordinárias (contrapartida de 80€), correspondentes a 31,5% do capital social com direito de voto, e 4.500.000 acções preferenciais sem voto (contrapartida de 40€), correspondente à totalidade – OPA parcial sobre 60,87% do Capital Social da empresa X.

De seguida, aprofundou-se a investigação das sessões de bolsa no período anterior à divulgação do anúncio preliminar e concluiu-se que em dias próximos àquela existiram alterações significativas. Este ponto de referência delimitou o período potencialmente anómalo que justificou uma investigação mais detalhada.

No intervalo de tempo em questão, ainda se conseguiu apurar um dia em particular que revelou uma negociação invulgar em ambas as categorias.

A partir deste momento, tornou-se fulcral averiguar quem negociou nestes dias e nestas acções.

A análise de comitentes baseou-se num critério quantitativo e englobou tanto as compras como as vendas daquelas sessões. Assim, foram exigidos os nomes dos comitentes que negociaram quantidades iguais ou superiores a 100 acções ordinárias, e iguais ou superiores a 200 acções preferenciais sem voto.

Após a recepção da informação, esta foi desagregada segundo quatro grupos de intervenientes, a saber:

“i) comitentes particulares detectados que integram os órgãos sociais das sociedades oferente, visada ou do intermediário financeiro representante da oferente; ii) comitentes particulares com apelidos iguais aos de órgãos sociais das referidas sociedades; iii) pessoas colectivas residentes com peso significativo na negociação das acções; e iv) pessoas colectivas não-residentes com peso significativo na negociação das acções”.

Dos nomes que surgiram, a maioria comportou-se de forma que não se coadunava com a de um detentor de informação privilegiada, pelo que não houve necessidade de continuar a investigar. Apenas se prosseguiu a investigação relativamente a três

peçoas colectivas, de onde se apuraram, posteriormente, algumas peçoas singulares.

Com os suspeitos circunscritos, investigou-se no sentido de saber quem eram essas peçoas, que funções exerciam, e que operações ordenaram. Neste sentido foram feitos pedidos de elementos sobre os sujeitos em causa.

Com a obtenção dos documentos necessários sobre as empresas em causa, desde o registo das sociedades aos extractos bancários, passando pelos detalhes das operações bancárias realizadas e de transacções de valores mobiliários; solicitando alguns dados pessoais dos intervenientes junto dessas entidades, e seguindo a actividade dessas empresas, foi possível entender o *modus operandi*, o que possibilitou uma reconstituição do circuito negocial para aferir a verdade material.

Com a conclusão das investigações e reunidos os elementos probatórios determinantes, o processo foi entregue ao MP que deu início ao processo criminal. Após a fase de inquérito, este decidiu acusar. Porém, o Tribunal de 1ª instância tomou uma posição diferente e decidiu absolver os arguidos.

Tendo em conta as provas conseguidas não pôde o MP aceitar essa decisão e então foi interposto recurso no Tribunal da Relação que, contrariamente ao que tinha decidido pelo Tribunal *a quo*, condenou os arguidos.

Porém, entre a instauração do processo criminal, a fase de inquérito, acusação e recursos passaram-se alguns anos, e a morosidade acabou por aniquilar todo o trabalho desenvolvido até àquele momento – o processo prescreveu.

## 5. Análise de Dados

Com o intuito de apreender e sistematizar os resultados das averiguações preliminares procedeu-se ao levantamento dos dados sobre os inquéritos e denúncias de abuso de informação privilegiada, entre 2006 e 2012. Esta janela de tempo tem como referência os dados disponíveis nos relatórios anuais da CMVM.

Os dados obtidos serão representados graficamente para uma melhor percepção dos mesmos e de forma a facilitar o seu cotejo. Todos os gráficos serão ainda acompanhados da respectiva legendagem e análise.

**Tabela 1**

<b>N.º Total de Inquéritos de Abuso de Informação Privilegiada</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Transitados	5	8	5	11	11	3	2
Iniciados	7	5	9	9	7	4	6
Inquéritos em curso	12	13	14	20	18	7	8
Concluídos	4	8	3	9	15	5	8
<b>Percentagem de Conclusão de Processos (%)</b>	<b>33</b>	<b>62</b>	<b>21</b>	<b>45</b>	<b>83</b>	<b>71</b>	<b>100</b>
<b>Denúncias de Abuso de Informação Privilegiada</b>	S/ dados	S/ dados	1	1	3	3	1

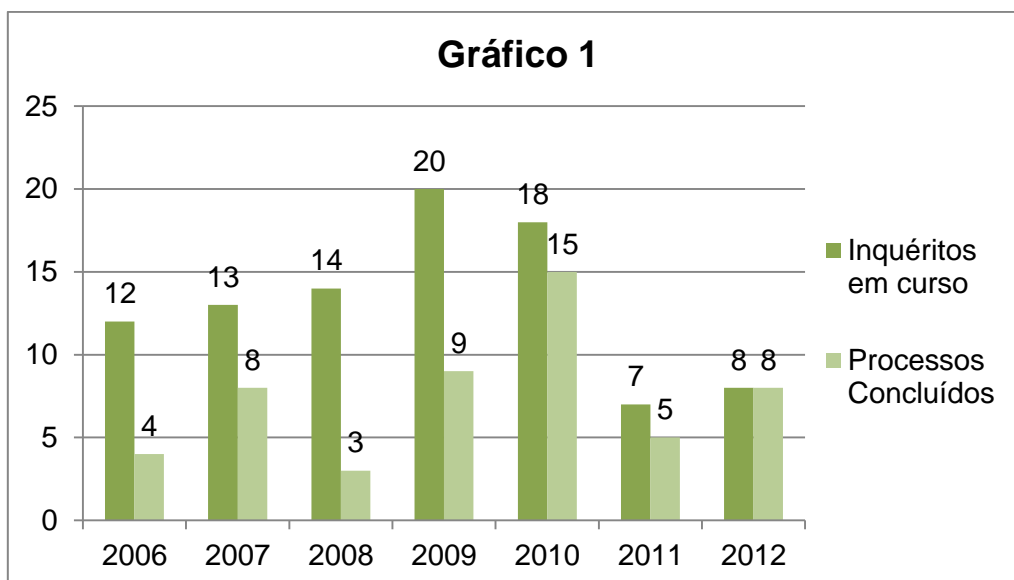
**Tabela 1 – Relação, por anos, do número de Inquéritos e o número de Denúncias de Abuso de Informação Privilegiada.**

Para o levantamento destes dados recorreu-se ao *site* da CMVM, onde se encontram os relatórios anuais da CMVM, nos quais se podem encontrar os dados estatísticos do departamento.

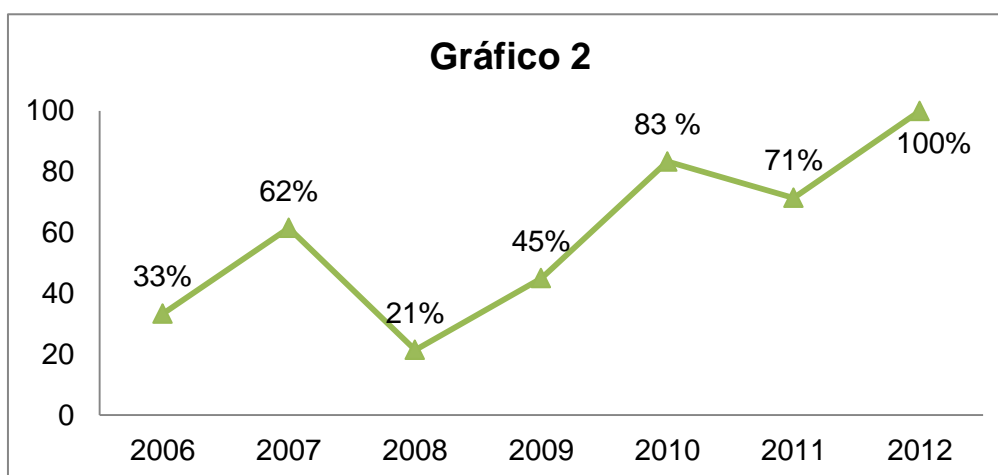
Não foi possível recolher dados sobre as denúncias de abuso de informação privilegiada de 2006 e 2007, uma vez que os relatórios anuais daqueles anos não contemplam essa variável.

Como se pode verificar o número de processos de investigação iniciados por ano tem-se mantido estável. Em contrapartida, o número de processos concluídos veio consistentemente a aumentar, até atingir a marca de 100%, em 2012 (ver Gráfico 1).

Para esta análise é necessário ter em conta que os agentes do crime de abuso de informação privilegiada são influenciados pelo tipo de negócios em curso face aos emitentes admitidos à negociação. E que cada caso é um caso, e por isso temos de compreender que nem todos os processos se caracterizam pela mesma complexidade.



**Gráfico 1 - Comparação entre o número de Inquéritos em Curso e o número de Processos Concluídos.**

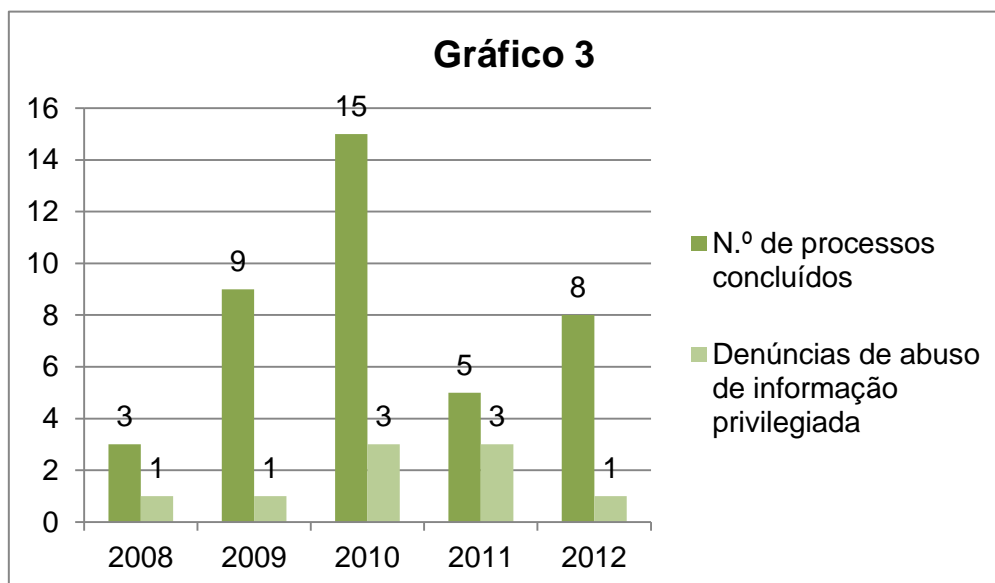


**Gráfico 2 - Percentagem de Processos Concluídos.**

Verifica-se uma tendência crescente de evolução da percentagem de processos concluídos, porém os números não permitem fazer uma análise conclusiva, uma vez que, na área da investigação os processos não são padronizados: revestem distinto grau de complexidade, os períodos de análise ou o número de investidores objecto dos processos pode variar e, muitas vezes, dependem da entrega de elementos e informação por congéneres internacionais cujo tempo de resposta não depende directamente da CMVM.



Nota-se uma evolução positiva da percentagem de conclusão dos processos, o que em sentido lato, indicia um esforço da CMVM no sentido de acompanhar a evolução dos mercados, e que a cooperação entre os reguladores (nacionais de internacionais) também tem melhorado, contribuindo para um maior sucesso na acção de investigação.



**Gráfico 3 – Número de denúncias ao MP face aos números de processos concluídos.**

O número de denúncias ao MP, como se pode verificar, é baixo face ao número de processos concluídos. Por detrás destes números poderão encontrar-se alguns factores, que se passam a analisar em seguida.

Como se pôde constatar *supra*, devido à rápida progressão, evolução e internalização dos mercados, a investigação de indícios criminais torna-se cada vez mais complexa e difícil, o que por vezes inviabiliza a possibilidade de concluir com sucesso um processo por falta de elementos probatórios.

Noutras situações, conclui-se simplesmente, após a investigação, que não existe a prática de crime nem de qualquer outra ilegalidade e o processo é arquivado. Noutras ainda, embora não se verifiquem reunidos todos os pressupostos que indiciem os elementos recolhidos como de natureza criminal, pode haver indícios da prática de contra-ordenação, sendo neste caso o processo remetido ao DJUC para análise.

O regime das averiguações preliminares tem como principal objectivo fazer uma pré-selecção dos processos que efectivamente revelam a prática de crime e ao mesmo tempo aliviar o MP dessa tarefa que pode não ser reveladora de indícios que justifiquem a sua intervenção. Então, o fim deste regime cumpre-se com a investigação em si mesma, sendo natural que apenas uma pequena fração da matéria analisada tenha como epílogo a denúncia criminal.

## D. Departamento Jurídico e de Contencioso

### 1. Objectivo e função

Este foi o terceiro departamento onde ocorreu o estágio curricular de dia 20 a 31 de Maio de 2013.

O DJUC integra-se no Centro Jurídico e os seus trabalhos complementam-se, existindo uma política de interajuda.

A actividade do departamento é muito abrangente visto que abarca todos os serviços jurídicos de que a CMVM necessita, dispensando, desta forma, contratar sistematicamente sociedades externas. Presta apoio jurídico ao Conselho Diretivo, bem como a outras unidades orgânicas da CMVM, mediante as conveniências daquelas, no âmbito das suas competências jurídicas.

A sua composição divide-se entre juristas e advogados. Apenas os segundos representam a CMVM em tribunal.

Foi o departamento com maior relevância para o estágio, na medida em que aqui se pôde percepcionar como se aplica na prática o conceito de informação privilegiada.

Cabe a este departamento instituir e acompanhar os processos de contra-ordenação da competência da CMVM, denunciar aqueles que não se integram naquela em colaboração com as autoridades competentes, e garantir a intervenção e representação da comissão em Tribunal<sup>54</sup>.

### 2. Processo Y – dever de divulgação de informação privilegiada

#### a) Síntese

Em Setembro de 2007, a empresa Y estava em negociações para uma parceria com uma empresa estrangeira do mesmo sector e, em Outubro do mesmo ano, foi assinado um memorando de entendimento para projectos comuns entre ambas.

Aquando das negociações, este acordo foi mencionado na imprensa, inclusive com declarações do Presidente, mas a empresa Y nunca o divulgou como informação

---

<sup>54</sup> Anexo I, ponto 6, al. g) e h), do Regulamento Interno da CMVM.

privilegiada, excepto quando a CMVM fez um pedido nesse sentido, e depois de assinado o acordo, semanas depois.

Porém, nessa data, já era conhecido do público (por notícias de jornais) que existia uma negociação em curso e havia grande possibilidade de se realizar a parceria, e por isso, existe incumprimento do dever legal imposto pelo art. 248º, n.º 1, do CdVM.

Existe um procedimento legal próprio em sede de divulgação de informação privilegiada através dos meios de comunicação social, o qual não se verificou, uma vez que:

*“i) não foi imediatamente comunicada à CMVM e à entidade gestora do mercado regulamentado, antes do recurso a qualquer meio de divulgação; ii) não foi guardado segredo sobre a existência e o conteúdo de informação privilegiada até à sua divulgação no sistema de difusão de informação da CMVM, após o que a divulgação da referida informação pode realizar-se através de outros meios de comunicação.”*

Para além de que existe a possibilidade, segundo o art. 248º-A do CdVM, de os emitentes diferirem a divulgação pública de informação privilegiada, e não foi accionado este mecanismo.

Neste sentido, a CMVM acusou a empresa Y no sentido de apurar a sua responsabilidade contra-ordenacional.

A sua acusação baseou-se nos factos descritos, e justifica-a dizendo: “a informação de decorrência de negociações entre a arguida e a empresa estrangeira com vista à assinatura de um acordo”:

- i) **É um facto** (existência de negociações);
- ii) **Que diz respeito à arguida;**
- iii) **É precisa;**
- iv) **Não era do conhecimento público** até ao dia 19 de Setembro de 2007;
- v) Se tivesse sido divulgada seria **idónea para influenciar de forma sensível o preço das acções da arguida.**
- vi) **Poderia ser utilizada por qualquer investidor razoável que a conhecesse, para basear**, no todo ou em parte, **as suas decisões de investimento.**

A CMVM constatou que, neste caso, não se tratou apenas da idoneidade para influenciar o preço, mas de uma efectiva influência. Contudo, basta a idoneidade para se estar perante uma informação privilegiada.

Quanto à actuação da arguida, esta é acusada de agir consciente e voluntariamente, pois estava ciente da decorrência das negociações com vista à celebração de um acordo, foram feitas e publicadas declarações sobre aquela e a sua não divulgação imediata foi deliberada.

Na decorrência destes acontecimentos, a CMVM no cumprimento das suas competências, notificou a arguida da sua condenação a título doloso nos termos dos arts. 248º, n.º 1, 394º, n.º 1, a) e n.º 3, do CdVM. Sendo admissível à arguida apresentar a sua contestação, o que efectivamente veio a acontecer.

Em resposta à acusação em causa, vem a arguida justificar o seu comportamento com base na insusceptibilidade de a negociação influenciar o mercado, com o argumento que a alteração dos preços é fruto de outro acontecimento paralelo e do contexto geral da bolsa, e no carácter não preciso da informação invocando o tempo verbal utilizado (condicional) pelo presidente nas declarações para demonstrar que se tratavam de meras especulações. E por isso, segundo a arguida, não existe informação privilegiada para os efeitos do disposto no art. 248º do CdVM. Contesta em sede de imputação objectiva.

Porém, nenhum dos argumentos foi acolhido pela CMVM que contra-argumenta cada um deles, vejamos então, tendo em conta o que já foi exposto no Capítulo II, do presente relatório, cada questão com base no caso concreto.

#### b) Adequação Típica

- Interpretação do artigo 248º do CdVM

A interpretação feita pela arguida relativamente à informação privilegiada é errada, motivo pelo qual a CMVM não pôde aceitar a sua defesa.

Para que se esteja perante um caso de incumprimento de divulgação de informação privilegiada esta tem de ser *objectivamente* susceptível de influenciar de maneira sensível o preço das acções em causa, do que se pode retirar que a interpretação subjectiva do titular da informação não tem qualquer relevância.

O mesmo comportamento verificou-se quanto ao juízo de prognose póstuma. O significado que a arguida lhe dá é irrelevante, cabendo-lhe apenas, perante o caso concreto, analisar a relevância e o respectivo peso da informação não divulgada, por

forma a verificar a susceptibilidade de influenciar de forma significativa o preço das acções.

- Informação Precisa e *Price Sensitive*

Apesar de, nas afirmações feitas pelo presidente da empresa Y, ter sido utilizado o tempo verbal “condicional”, isso não afasta o carácter preciso de informação. Pois, a deslocação do Presidente e de um Administrador executivo ao país da empresa com quem negociavam transmite um mínimo de certeza da concretização dos factos, tal como se veio a verificar dias depois com a assinatura do memorando de entendimento.

A única questão que se poderia levantar aqui seria a do grau de formalização do processo negocial, todavia o n.º 2 do art. 248º não admite que esse justifique o acto de abstenção na divulgação da informação privilegiada. A informação privilegiada abrange “os factos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis, independentemente do seu grau de formalização (...)”.

A arguida chega mesmo a declarar publicamente quais os principais projectos de curto, médio e longo prazo que estão a ser estudados, de onde se pode retirar um razoável grau de concretização e identificação do que realmente está em causa. E, logicamente é informação relevante para os investidores na sua escolha para a aplicação de economias.

Dos factos que envolvem este enredo pode-se retirar que “era pelo menos razoavelmente previsível que viesse a ser celebrado o referido memorando de entendimento”.

Mais uma vez se relembra que estão em causa critérios objectivos e que a sua interpretação subjectiva não releva para preenchimento do ilícito contra-ordenacional.

A arguida vem dizer, que os projectos de maior complexidade teriam ficado excluídos do memorando, com o intuito de justificar que as negociações em curso não teriam influência no preço das acções. Porém, “não existe uma relação de proporcionalidade entre a complexidade do projecto e a sua importância económica, e consequente repercussão na empresa”. Logo, a influência da cotação das acções seria susceptível de alteração, tal como se veio a verificar, posteriormente. Embora, a sua verificação

não seja características essencial à caracterização da informação privilegiada como se mencionou *supra*<sup>55</sup>.

O conhecimento de que existia um processo de negociação a decorrer, representava “potencialidades e novas oportunidades de negócios e projectos empresariais, pelo que é susceptível de fundamentar uma decisão de investimento nas acções da arguida”.

Para além do mais, no comunicado exigido à empresa Y, contradiz-se toda a argumentação utilizada (v.g. afirmar que a parceria tinha um carácter embrionário e meramente exploratório) e vai-se no sentido de fomentar relações negociais duradouras, e de benefícios mútuos. Declaração que data de 19 de Setembro, dias antes de ser assinado o memorando de entendimento.

De todos os acontecimentos apurados é nítida a confiança que o presidente da empresa Y transmite, na perspectiva de se estar no início de um vínculo comercial do qual retirará proveitos.

As próprias testemunhas arroladas neste caso fizeram declarações neste sentido, diz uma delas de forma muito clara: “Naturalmente que se assinaram os MOU<sup>56</sup> é porque havia intenções de relações no futuro e se acredita que os projectos se vão concretizar”.

Nos entendimentos da CMVM<sup>57</sup>, vimos que quanto à “aferição da idoneidade há ainda alguns indicadores práticos que, não sendo absolutamente decisivos, devem ser tomados em consideração: o tipo de informação é idêntico a informação que, no passado, teve um impacto sensível nos preços”. Deste modo, a CMVM seleccionou casos homólogos que o demonstram. Entende também, que constitui um exemplo de informação privilegiada as modificações da estratégia de desenvolvimento dos emitentes, pelo que, as negociações com vista à assinatura do memorando de entendimento “representam uma mudança na estratégia da arguida e que assume grande relevância”, no contexto em que se insere, e mais uma vez não há justificação para esta informação não ter sido divulgada atempadamente no *site* da CMVM.

Ainda, na tentativa de defender que não existia informação privilegiada segundo os critérios objectivos do art. 248º, n.º 1, do CdVM, refere que a subida da cotação das

---

<sup>55</sup> Capítulo II, do presente relatório.

<sup>56</sup> Memorandos de Entendimento.

<sup>57</sup> Entendimentos da CMVM sobre a divulgação de informação privilegiada por emitentes - conceitos, linhas de orientação, exemplos e condutas a adoptar, 2008.

acções é sequência da “descida das taxas de juro de referência” excluindo as negociações do acordo. Mas essa consideração é errada, e confunde a idoneidade para influenciar o preço das acções com a efectiva alteração daquele. São coisas distintas e só a primeira é relevante para o conceito de informação privilegiada. Logo, este argumento, como os outros já analisados, não procede.

Com isto não quer dizer que a descida da taxa de juro não possa ter influenciado as transacções daquele dia, no entanto, não foi o único factor significativo. E mesmo que fosse, as notícias em causa, isoladamente, seriam sempre susceptíveis de justificar essa alteração, verificando-se sempre o pressuposto da *idoneidade* para influenciar o preço das acções.

Depois de tudo, a arguida ainda refere que cumpriu o dever de divulgação de informação privilegiada, quando na verdade o seu comunicado foi executado na sequência de um pedido da CMVM e depois de publicadas notícias sobre o assunto. O que significa que a informação passou a ser pública, e por isso, nem estaria cumprido o regime do diferimento da informação que se apresenta como excepção ao art. 248º do CdVM. A confidencialidade é requisito do art. 248º-A, e este deixou de existir às 8H do dia 19 de Setembro de 2007.

Mesmo com a publicidade da informação por meio dos *media*, o dever de divulgação não fica cumprido, pois é exigido que essa publicidade seja alcançada em local<sup>58</sup> próprio – SDI.

Para efeitos de imputação objectiva, a divulgação da informação feita pela empresa Y já não releva, pois naquele momento já tinha violado o dever imposto. Essa violação ocorreu entre as 8H e as 14H, do dia 19 de Setembro de 2007.

A arguida alegou, também, que o seu comportamento não causou dano ou perigo aos investidores, mas mais uma vez é feita uma interpretação desconforme do art. 248º do CdVM que “não exige, como pressuposto de imputação objectiva, a criação de qualquer dano (aos investidores)”. Este argumento apenas podia releva para efeitos de aplicação da pena, mas não da perspectiva da arguida. No caso inverso, em que se verificassem danos aos investidores poderia aquela ser agravada.

Quanto à imputação subjectiva, esta não é relevante para o assunto que temos vindo a tratar ao longo do presente relatório.

---

<sup>58</sup> Art. 367º do CdVM e art. 6º do Regulamento n.º 5/2008 da CMVM.



A CMVM concluiu pela ilicitude da conduta da arguida.

c) Decisão da 1ª instância

Para a sua decisão, e depois de verificar a matéria de facto, o Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa, enunciou o regime legal aplicável com o intuito de enquadrar juridicamente o caso em apreço.

A arguida estava efectivamente vinculada ao preceito legal que é acusada de violar.

Mas esse preceito tem, como base determinadas características cumulativas que quando se verificam constituem um ilícito contra-ordenacional. O tribunal foi verificar se realmente se comprovavam e chegou a uma conclusão positiva. Tal como a CMVM tinha argumentado.

O Tribunal chega mesmo à conclusão de que:

“O conhecimento, por parte dos mercados, de tal informação é idónea para alterar a posição dos mercados, alterar a decisão dos investidores e, assim, alterar o valor das acções da empresa em causa, e refere ainda, que a informação em causa, nos presentes autos, quer outras de natureza, essencialmente semelhante, têm por ela sido tratadas como informação privilegiada a divulgar em respeito pelo dispositivo legal *supra* transcrito.”

De acordo com o defendido pela CMVM, fica provado que a partir das 8H do dia 19 de Setembro de 2007, sobre a empresa Y recaía um dever de divulgação imediata da informação apresentada na imprensa. O cumprimento do art. 248º, n.º1, do CdVM foi intempestivo.

Atendendo à dimensão, estrutura e organização do emitente, entende o Tribunal que seria de esperar que este tivesse um “sistema de informação tão completo e rigoroso que rapidamente detectaria a perda da confidencialidade da informação e, sem mais delongas, a divulgasse”. Pois, para além de lhe ser exigível esse comportamento, tinha capacidade para o materializar.

Um pormenor evidenciado aquando da decisão foi o facto de a arguida não ter justificado nas suas alegações o motivo subjacente ao lapso de tempo excessivo na divulgação da informação, uma vez que o mercado se encontrava em perfeito funcionamento.

Concluiu-se que estavam preenchidos os elementos objectivos do tipo contra-ordenacional<sup>59</sup> em causa.

Contudo, segundo o entendimento do Tribunal, “verifica-se que a arguida teve oportunidade, conhecimento e capacidade para actuar de modo mais célere. Não o fez por falta de cuidado. (...) violou o dever de informação que estava adstrita”.

Pelo que a arguida foi condenada, a título negligente, da contra-ordenação, prevista e punida pelos artigos 248º, n.º 1, a) e 2, 388º, nºs 1, a) e 3, 394º, nº1, i), 401º e 402º, todos do CdVM, numa coima no valor de 35.000€.

#### d) Decisão da Relação

O recurso para o Tribunal da Relação cinge-se à matéria de direito<sup>60</sup>, e ao conhecimento dos vícios do art. 410º, n.º 2, do CPP.

O Tribunal começa por enunciar quais os elementos típicos do ilícito em causa, e conferir a sua subsistência. A arguida defende que o último elemento – idoneidade para influenciar de maneira sensível o preço - não se verifica.

Na avaliação deste elemento o Tribunal pondera o objecto social da recorrente e o peso que o país com quem negociaram tem no sector, à escala mundial.

Relativamente à informação em causa conclui-se que “qualquer investidor razoável não deixaria de utilizar a informação em causa para as suas decisões de investimento<sup>61</sup>” e, por conseguinte estão “verificados todos os elementos objectivos da contra-ordenação por que a recorrente foi condenada”.

Uma outra questão prende-se com a apreciação concreta da constitucionalidade normativa, pois vem a recorrente considerar que esta previsão legal contém conceitos vagos<sup>62</sup>, nomeadamente, “imediatamente”, “carácter preciso”, “idónea para influenciar de maneira sensível”. Porém, é claramente perceptível o significado de cada uma e estes são susceptíveis de “ser reconduzidos a factos concretos”. Não houve justificação para o atraso de 6H na divulgação da informação, que sem qualquer

---

<sup>59</sup> Art. 248º, n. 1, do CdVM.

<sup>60</sup> Art. 75º, n.º 1, do RGCO.

<sup>61</sup> Art. 248º, n.º 2, do CdVM.

<sup>62</sup> Não são admissíveis nas previsões incriminadoras, Gomes Canotilho e Vital Moreira, 1985, p. 206.

dúvida era privilegiada. Defende o Tribunal da Relação de Lisboa que não houve violação do princípio constitucional da legalidade.

A decisão do Tribunal de 1ª instância é confirmada e mantém-se a condenação nos mesmos termos.

#### e) Considerações

Constatou-se que o dever de divulgação de informação privilegiada tem de ser interpretado objectivamente e não depende da interpretação subjectiva de cada um. Se assim fosse, o fim da norma ficaria desvirtuado. E não é isso que se pretende.

Com isto não se pretende afirmar que a sua análise não tenha de ser casuística, até porque, como se verificou a dimensão e organização do emitente foi relevante aquando da apreciação dos factos.

Os Entendimentos da CMVM<sup>63</sup> nesta matéria são uma ajuda essencial, principalmente perante a necessidade de se averiguar se nesta ou naquela situação são consideradas informação privilegiada. Este é um caso em que nitidamente essa dúvida nem se deveria ter posto. Mas existindo continua sem haver uma justificação plausível para o lapso temporal de 6H que existiu até a informação ser divulgada. A orientação da CMVM é explícita quando refere que em causa de dúvida se deve divulgar.

Afigura-se de forma clara, que houve uma evidente violação do dever de divulgação de informação privilegiada e de todos os elementos típicos se verificaram.

### 3. Processo Z – o uso indevido de informação privilegiada

#### a) Síntese

No ano de 2008, um membro do Conselho de Administração da empresa Z e da Comissão Executiva do Conselho de Administração da mesma empresa, responsável pelos pelouros financeiro e internacional, de planeamento e contabilidade, de transacções imobiliárias, de crédito e de recuperação de crédito, foi acusado de utilizar

---

<sup>63</sup> Disponíveis em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

informação privilegiada ainda não tornada pública, adquirida no âmbito das duas funções profissionais, o que viola o disposto no art. 248º, n.º 4, do CdVM..

Perante o conhecimento, não-público, de que os resultados financeiros do grupo sugeriam um decréscimo significativo do resultado líquido, que se veio a verificar, e se encontrava em preparação uma proposta de aumento de capital da empresa Z, o arguido planejou a venda dessas acções, no período anterior à divulgação da informação privilegiada. “Utilizou a referida informação ao ordenar a realização de operações sobre acções” da empresa Z, o que constitui uma contra-ordenação muito grave pelo art. 394º, n.º 1, i) do CdVM.

A informação que estava em causa era evidentemente privilegiada, tendo sido observados todos os elementos típicos.

Porém, o arguido vem argumentar que “as características e a qualidade da informação do 1º trimestre de 2008 não eram idóneas para influenciar o preço das acções”. Invocou, igualmente, que “as características e qualidade da informação relativa à deliberação do aumento de capital” também não eram susceptíveis de influenciar as cotações e que esta informação não era sequer precisa. Para justificar o seu comportamento, vem alegar a necessidade de liquidez para um negócio do filho e a sua estratégia de gestão da carteira de títulos que disponha à data.

Foram identificadas 24 datas distintas em que o arguido se comportou desta forma, sendo por isso acusado de 24 contra-ordenações muito graves, nos termos do artigo 248º, n.º 4, 394º, n.º 1, i), 388º, n.º 1, a), todos do CdVM.

#### b) Adequação Típica

- Interpretação do artigo 248º do CdVM

Relativamente ao conceito de informação privilegiada valem nesta sede, plenamente, as considerações feitas anteriormente. Cabendo *in casu* verificar se os elementos típicos da infração se encontram preenchidos.

Atendendo ao caso concreto interessa-nos, primeiramente, debruçarmo-nos sobre a correcta interpretação do n.º 4 e do n.º 2, do art. 248º, do CdVM.

O que nos diz o n.º 2, é que a informação para ser precisa não necessita de ter um elevado grau de formalização, basta que seja razoavelmente previsível, e que essa possibilidade seja susceptível de influenciar os preços no MVM. O que significa que, a partir do momento em que a informação tenha utilidade na tomada de decisão do investidor revela o seu carácter preciso<sup>64</sup>.

O propósito do n.º 4 prende-se com a *abstenção de actuação* – dever de omissão - do sujeito que detém informação privilegiada antes de esta ser tornada pública, excepto no domínio das suas funções. O que não se confunde com o artigo 378º do CdVM que proíbe o exercício de determinados comportamentos *com base* na informação privilegiada.

Objectivamente são necessários apenas dois elementos para provar o uso indevido de informação privilegiada segundo o n.º 4 do art. 248º do CdVM: *i) prova de detenção da informação privilegiada; ii) realização de transacções (ou a transmissão da informação)*.

Uma vez que estamos perante dois períodos de tempo distintos nos quais o arguido actuou, e que os mesmos se deveram a informações diferenciadas, iremos analisá-las separadamente.

- Resultados Financeiros

Esta informação é por excelência identificada como factor de ponderação na decisão dos investidores, que consequentemente altera os preços dos valores mobiliários. É um dos exemplos típicos desta influência.

Contudo, o arguido põe em causa este elemento essencial da informação privilegiada, com base na crise mundial, dizendo que a “informação financeira de diminuição de resultados da empresa Z não seria novidade para o mercado e por isso não causaria impacto na avaliação que os investidores faziam da sociedade”.

Efectivamente que a uma crise mundial tem impacto na economia e afecta as empresas. Porém, o que se pretende proteger são os investidores e o mercado, segundo o que é expectável que aconteça com a verificação daquela informação. Se realmente o impacto foi o esperado ou não, se existem outros factores agravantes ou não, isso é secundário para o escopo da norma. A CMVM ressalva ainda, que “o facto

---

<sup>64</sup> Vide Santos F. M., 2011, p. 72 e 73.

de estar em curso uma crise mundial de grandes dimensões torna ainda mais relevante a informação financeira” da empresa. E, o arguido, por efeito das suas funções tinha acesso a essa informação em momento anterior à sua divulgação.

Além do mais, se realmente os resultados financeiros não tivessem impacto nas cotações da bolsa (como o arguido quer demonstrar), então, porque teria o arguido vendido as suas acções nesse espaço de tempo específico, enquanto todos os outros investidores esperam pelos resultados?

Este comportamento é contraditório com os argumentos que o arguido alega. E como tal, não foram aceites pela acusação. Efectivamente existe relação causa/efeito entre a divulgação desta informação e o comportamento dos investidores no MVM, e por isso é imposto ao agente que tenha conhecimento da informação antecipadamente que se prive de transaccionar até à sua divulgação.

Ficam assim comprovados todos os elementos típicos do n.º 1, do art. 248º, do CdVM, uma vez que só este é que foi posto em causa. E estando em causa informação privilegiada o arguido deveria ter cumprido a exigência consagrada no n.º 4 do artigo mencionado *supra*.

- Deliberação de Aumento de Capital

A decisão de aumento de capital não se limita apenas a um momento isolado. Foi um processo que levou uns meses e para o qual foram realizadas algumas reuniões. Não obstante, era previsível a sua realização e até já existia uma proposta concreta que idealizava um aumento de 155.000.000€ a 165.000.000€ até Março de 2009.

Perante estes factos, vem o arguido afirmar que esta informação não era precisa, pois não estava definido o valor do aumento do capital e o preço da subscrição, e a “decisão tomada quase um ano depois da primeira reunião sobre o assunto”. Argumenta, ainda, que a “informação não constituía novidade devido à crise mundial” e todo o sector necessitava de recapitalização, tentando afastar a idoneidade de influenciar de forma sensível o preço.

Como já tivemos oportunidade de enunciar, o grau de formalização da informação não tem se ser elevado, pelo que, os valores apresentados na proposta de aumento de capital eram suficientes para aferir o seu carácter preciso.

A informação continuava a ser não pública, visto que, “o mercado desconhecia se a empresa Y iria ou não optar pela recapitalização, e em que valor”.

Para afirmar que esta informação é *price sensitive* a CMVM baseia-se em vários argumentos:

“i) os estudos empíricos apontam para uma desvalorização frequente do preço das acções após anúncios de aumentos de capital; ii) tem carácter excepcional; iii) reflecte-se na estrutura accionista da sociedade; iv) pode determinar alterações na composição da Administração e do respectivo Conselho Fiscal; e v) implica uma alteração do capital social da sociedade.”

Naquele momento, o arguido já tinha a percepção de que a qualquer momento poderia suceder o aumento de capital, tendo ficado o Conselho de Administração na “posse de informação precisa susceptível de influir na formação dos preços dos valores mobiliários”.

O comportamento do arguido adequa-se com o de um detentor de informação privilegiada, pois no ano em apreço só efectuou vendas de acções da empresa Y, nos períodos entre, o conhecimento da informação no âmbito das suas funções e o momento da sua divulgação no SDI. Sendo que as informações em causa previam uma quebra no preço das acções.

#### c) Decisão da 1ª instância

Para a sua decisão, e depois de verificar a matéria de facto, o Tribunal de pequena Instância Criminal de Lisboa, dá o seu entendimento relativamente à interpretação do preceito susceptível de ter sido violado, ao qual estava o arguido, efectivamente vinculado devido às funções que exercia.

Segundo a apreciação do Tribunal, do n.º 4 do art. 248º, surge um dever associado à exigência ética em virtude do “posicionamento do agente, que é detentor de determinado tipo de informação, em relação à entidade emitente”.

Este dever está directamente relacionado com o fim da norma, em preservar o regular funcionamento do mercado, assegurando a simetria informativa entre os investidores.

Reforçando o que já foi dito anteriormente, evidencia-se na decisão a razoabilidade do “ónus ético específico de abstenção (*non facere*)”, que resulta do cargo exercido próximo do emitente. E exalta, também, a irrelevância dos resultados obtidos perante o uso indevido da informação.

Perante esta disposição, só releva a utilização ou a transmissão por parte do agente quando esteja na posse de informação privilegiada, independentemente da motivação subjacente.

Na sua análise, conclui que ambas as informações eram idóneas a influenciar de maneira sensível o preço das acções, tendo em conta as possíveis repercussões na vida da sociedade que daí poderiam advir. Tal como se verificou póstuma.

Assim sendo, é o arguido condenado, *em concurso efectivo real homogéneo*, por 21 contra-ordenações muito graves, nos termos mencionados *supra*, a uma coima única de 25.000€.

Confirma-se a decisão de condenação da CMVM.

#### d) Decisão da Relação

Inconformado com a decisão do tribunal *a quo*, vem o arguido interpor recurso para o Tribunal da Relação com base na falta de fundamentos legais necessários para qualificação jurídica das informações em causa como privilegiadas, e na nulidade da sentença erro notório na apreciação da prova relativa aos factos apresentados para justificar a actuação do agente.

O recurso para o Tribunal da Relação, cinge-se à matéria de direito<sup>65</sup>, uma vez que o art. 412º, n.º 3 do CPP não tem aplicação em matéria contra-ordenacional.

Ainda assim, faz uma apreciação global, afirmando que “a decisão impugnada mostra-se correctamente fundamentada quer no aspecto de facto quer no de direito aplicado (...) e que acolha conclusões incompatíveis ou contraditórias com a prova produzida e constante dos autos”. Até porque os elementos a que se refere o arguido não interferem com a imputação objectiva do ilícito em causa, e por isso não têm relevância para esta condenação.

Mais uma vez se confirma que a informação era susceptível de influenciar de maneira sensível os preços das acções da empresa Y, e por isso era privilegiada, pois o que releva é o expectável e não a sua concretização.

---

<sup>65</sup> Art. 75º, n.º 1, do RGCO.



Conclui-se que, efectivamente, se tratavam de informações privilegiadas e, por isso, “se impunha ao arguido uma dever de abstenção, traduzido em não vender um título que previsivelmente se depreciaria com a divulgação da informação – como aconteceu”.

É negado provimento ao recurso interposto, com confirmação da sentença do tribunal *a quo*, ficando o arguido obrigado a liquidar a coima única de 25.000€.

#### e) Considerações

A interpretação do artigo 248º, n.º 4, do CdVM, deve ser feita segundo *critérios objectivos*. Basta que se verifiquem duas situações para se violar este preceito: i) a utilização/transmissão de informação privilegiada; e ii) posse de informação privilegiada não pública. E, é suficiente a prova destes dois elementos, entendem os Tribunais. Logo, a motivação com que se actua não releva. Que outra interpretação poderia haver?

Se assim não fosse, estaria-se a permitir assimetrias informativas no mercado o que, consequentemente, levaria à perda de confiança dos investidores, o que se entende não ser admissível. Não é este o resultado que se pretende obter.

O comportamento do arguido foi claramente violador do preceito em causa. Tinha o dever de não agir até à divulgação da informação e não cumpriu. A prova foi inequívoca.

Não obstante, entende-se que a pena aplicada foi demasiado branda, mas o cúmulo jurídico<sup>66</sup> a isso obriga. Tendo em conta todos os argumentos apresentados, tanto de uma parte como de outra, parece que a decisão não poderia ter sido outra.

#### 4. Análise de dados

De forma a tentar perceber qual tem sido o comportamento dos emitentes relativamente ao cumprimento do art. 248º do CdVM, fez-se um levantamento de dados<sup>67</sup> e compararam-se numa janela de tempo de sete anos – de 2006 a 2012, uma

---

<sup>66</sup> Art. 19º do RGCO.

<sup>67</sup> Encontram-se em anexo no presente relatório de estágio.

vez que relativamente aos anos anteriores, a informação disponibilizada nos relatórios anuais não é suficiente.

Os dados serão apresentados em representações gráficas para um entendimento mais sistemático e de fácil percepção, acompanhados de explicações.

**Tabela 2**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Total de emitentes</b>	59	60	55	54	54	55	49
<b>Total de emitentes que divulgam IP</b>	54	55	53	54	52	53	49
<b>Total de divulgações de IP</b>	551	749	900	745	836	801	635

**Tabela 2 – Divulgação de informação pelos emitentes.**

Para o levantamento destes dados recorreu-se ao *site* da CMVM onde se encontram as sínteses anuais da informação divulgada pelos emitentes<sup>68</sup> de valores mobiliários em mercado regulamentado.

O critério de selecção de dados utilizado para aferir os comunicados de informação privilegiada foi o critério aplicado pelas próprias empresas aquando da sua elaboração. Encontra-se previsto no CdVM a necessidade de apresentar esta síntese<sup>69</sup>, porém, hoje a sua publicação já não é obrigatória. Mas esta medida é muito recente.

A discrepância entre o número total de emitentes e aqueles que divulgam informação privilegiada é irrisória. Os emitentes parecem encontrar-se sensibilizados para o cumprimento desse dever.

<sup>68</sup> Disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

<sup>69</sup> Artigo 248º-C do CdVM.

Só em 2009 e 2012 é que se verificou que todos os emitentes divulgaram IP. Porém, não é totalmente estranho que algumas empresas, devido aos valores mobiliários que emitem e actividade da empresa, possam não ter informação para divulgar.

O número de comunicados divulgados por ano parece não ter grandes oscilações, o que revela um comportamento uniformizado e constante por parte daqueles. A par das alterações ao CdVM de 2006, por intermédio da transposição da Directiva 2003/6/CE que alterou o art. 248º antes denominado de *factos relevantes*, a CMVM publicou os seus entendimentos, em 2008, face ao tema e divulgou orientações aos emitentes, o que pode ter tido influência nesse comportamento.

**Tabela 3**

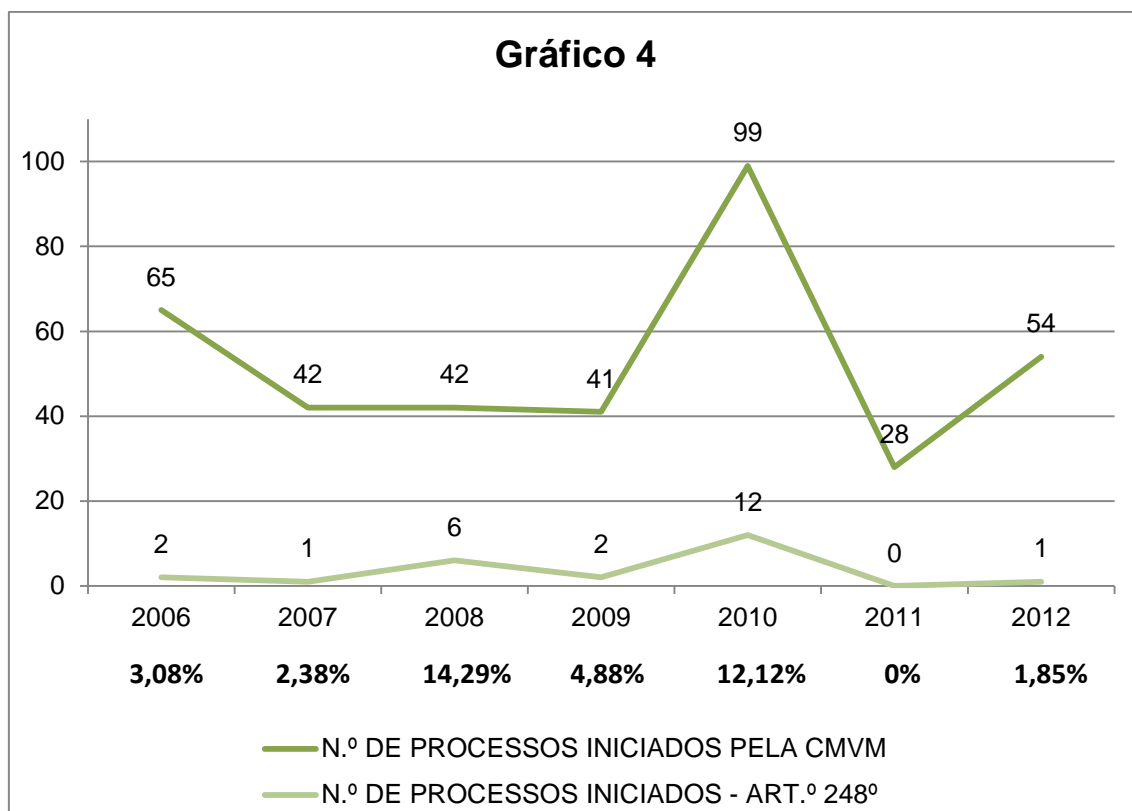
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TOTAL
<b>N.º total de processos iniciados pela CMVM</b>	65	42	42	41	99	28	54	<b>371</b>
<b>N.º total de processos iniciados (art.º 248º)</b>	2	1	6	2	12	0	1	<b>24</b>
<b>Condenações</b>	2	1	6	2	9	0	0	<b>20</b>

**Tabela 3 – Número de Processos de Contra-Ordenação por anos.**

Para o levantamento destes dados recorreu-se às estatísticas da CMVM divulgadas anualmente no seu *site*<sup>70</sup>, e a dados fornecidos pelo departamento jurídico relativamente aos processos de contra-ordenação iniciados entre os anos de 2006 a 2012, alusivos ao art. 248º do CdVM.

Com isto tenciona-se aferir qual o grau de incumprimento na divulgação de IP e qual a percentagem de condenações quando iniciados esses processos.

<sup>70</sup> Vide *supra*, 70.

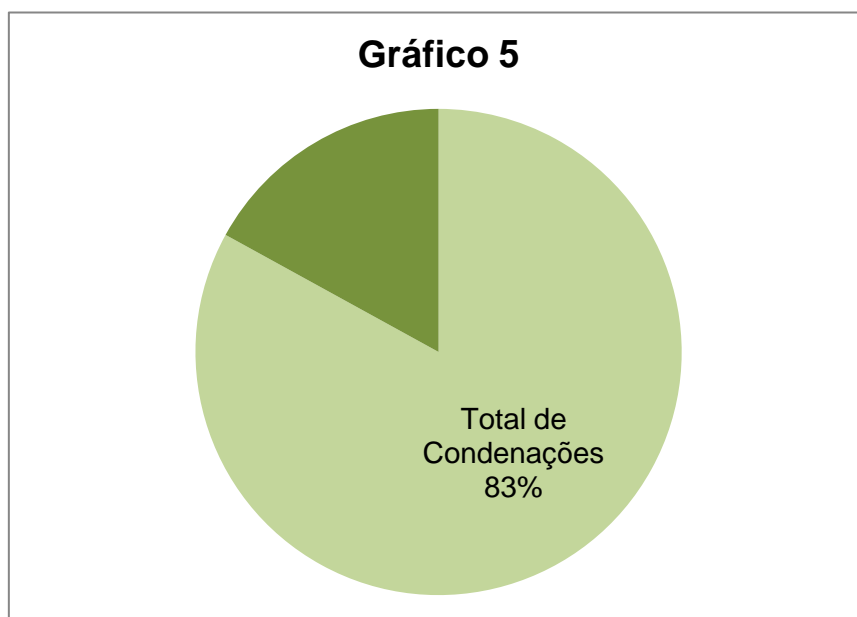


**Gráfico 4 – Número total de Processos Iniciados pela CMVM face ao número de Processos de IP (art. 248º) e percentagem correspondente por anos.**

Na maioria dos anos, os processos atinentes ao art. 248º do CdVM, representam uma pequena parte face ao total dos processos instaurados pela CMVM, excepto no ano de 2008 e 2010.

Por trás destes números podem estar dois motivos. O primeiro prende-se com a alteração legislativa de 2006, a obrigação de divulgação pelos emitentes passou a ter como objecto a informação privilegiada, em vez de *factos relevantes*, por outro lado consagrou-se no n.º 4 do art. 248º uma contra-ordenação por utilização indevida de informação privilegiada que até á transposição da Directiva de Abuso de Mercado apenas se enquadrava como crime no art. 378º<sup>71</sup>, e por isso, nestes anos existiu um aumento de processos. Com a reestruturação do departamento de supervisão do mercado e emitentes em 2011, que passou a ter uma relação mais próxima com estes, nos dias que correm já se verifica que muitas das questões são resolvidas nesta sede e por isso não necessitam de ser solucionados pelo departamento jurídico, tendo diminuído o número de contra-ordenações.

<sup>71</sup> Enquadramento que se mantém e que prevalece sobre a contra-ordenação – art. 420º, n.º 2, do CdVM.

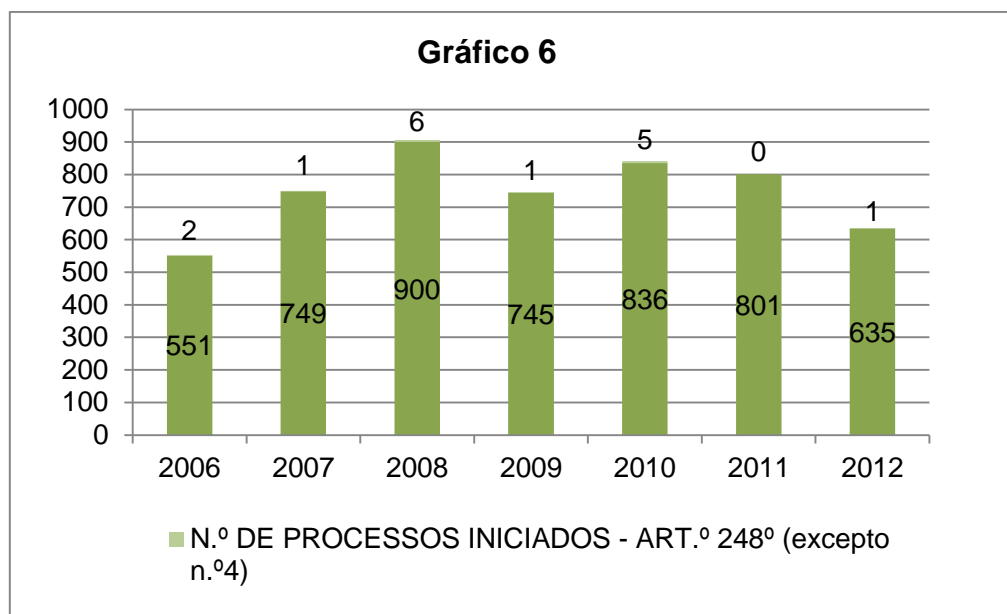


**Gráfico 5 - Percentagem de condenações nos Processos de IP**

Apesar de o número de processos iniciados referentes à IP se revelar muito baixo, a verdade é que os casos de sucesso são a grande maioria. Os quais revelam um grau de certeza aquando da instauração dos processos bastante elevado.

Ao que parece existe da parte da CMVM um trabalho muito competente não só do departamento jurídico como dos departamentos de supervisão, que fazem análises cuidadas e rigorosas das suas suspeitas.

Se assim não fosse, também se estaria a por os suspeitos em situações deveras incómodas, não só pela sua reputação no meio, mas pelos prejuízos que se poderiam causar.



**Gráfico 6 - N.º de Processos de IP face aos comunicados divulgados pelos emitentes.**

Por fim, conjugaram-se os dados relativos aos comunicados de IP com o número de processos instaurados, mas excluímos os processos do art. 248º, n.º 4, uma vez que estes não se confrontam directamente com a divulgação de informação. Com esta apreciação consegue-se depreender que a maioria dos emitentes é cumpridor e que o número de infracções é mínimo.

Com este gráfico fica a representação de tudo o que já se disse até agora, inclusivé dos possíveis factores justificativos destes números.

As condições do mercado, o volume de negócios dos emitentes, o tipo de negócios realizados, e outros que se reflectam neste também terão naturalmente a sua influência, da mesma forma que a conjuntura económica nacional e internacional.

Contudo, isso seria um estudo que iria muito para além do pretendido, e por isso focámo-nos nos motivos legislativos e referentes à influência da própria CMVM por intermédio dos esforços que tem feito no combate ao abuso de informação privilegiada.

## E. Departamento Internacional e de Política Regulatória

### 1. Objecto e função

A última fase do plano de estágio decorreu no Departamento Internacional e de Política Regulatória de 03 a 07 de Junho de 2013.

A actuação deste departamento reflecte-se em duas grandes áreas: *Actividade Internacional e Política Regulatória*.

Na actividade internacional, o DIPR desenvolve trabalho conjuntamente com o Conselho Directivo, dando-lhe o seu apoio na tomada de decisões, e na formalização de acordos e protocolos.

As suas principais funções centram-se na representação externa da CMVM e na coordenação e orientação da actividade internacional da Comissão. Assume responsabilidade executiva do Comité de Regulação e de Assuntos Internacionais, assegura os interesses nacionais “lá fora” e as funções comunicacionais<sup>72</sup>.

Enquanto representante externo da CMVM coopera com autoridades congéneres, organismos comunitários, estrangeiros e internacionais, v.g., respondendo a pedidos de assistência.

Na política regulatória identifica novas questões em articulação com o Gabinete de Estudos e outros departamentos; coordena e orienta a política regulatória da CMVM; e tem ainda a responsabilidade de transpor os textos internacionais para o direito interno<sup>73</sup>.

Este trabalho regulatório tem sido de enorme importância, pois a actividade internacional é a principal fonte de regulação nacional na matéria de valores mobiliários. Assim, podemos assumir que estas duas áreas de actuação se complementam, e perdem qualidade individualmente.

### 2. *Market Abuse Directive*

Desde 2003 que se encontra em vigor a Directiva relativa ao abuso de informação privilegiada, a qual foi transposta para o nosso ordenamento jurídico em 2006, e ainda hoje se encontra em vigor. Porém, desde 2011 que têm vindo a ser discutidas

---

<sup>72</sup> Anexo I, ponto 5, al. b), c) e d) do Regulamento Interno da CMVM.

<sup>73</sup> Anexo I, ponto 5, al. e), f) e h) do Regulamento Interno da CMVM.

possíveis alterações a esta Directiva por se entender que não está a ser eficiente para reduzir os casos de *insider trading* nos mercados europeus<sup>74</sup>.

O processo de alteração ainda não se encontra concluído, mas já existe uma proposta do Conselho Europeu de orientação geral que será a base de negociação com o Parlamento Europeu.

Esta alteração baseia-se, essencialmente, na consagração de normas mínimas às sanções penais aplicáveis às infracções de abuso de informação privilegiada (e à manipulação de mercado).

Com base na proposta do Conselho Europeu iremos expor as alterações que se pretendem estabelecer, e apresentar a (possível) “nova Directiva”.

Em abstracto, o que se aspira com esta reforma é assegurar *regimes fortes de supervisão e de sanções*<sup>75</sup>, atribuindo às autoridades de supervisão poderes suficientes para agir de modo eficaz para dissuadir os crimes financeiros, uma vez que as sanções administrativas aplicadas pelos Estados-membros se manifestaram insuficientes<sup>76</sup>.

Neste sentido, o Conselho vem propor que se estabeleçam normas mínimas comuns aos Estados-Membros, pois acredita que isso tornaria *possível utilizar métodos mais eficazes de investigação e de cooperação efectiva*<sup>77</sup> entre eles.

Pretende-se, ainda, impor que a instigação, o auxílio e a cumplicidade também sejam puníveis aquando da prática destas infracções penais, e alargar a sua imputação às pessoas colectivas quando a actuação tenha por base o seu benefício.

O Conselho esclarece que não se pretende com este texto *limitar a liberdade de imprensa e a liberdade de expressão nos meios de comunicação social*<sup>78/9</sup>.

O Reino Unido e a Dinamarca não participaram na adopção desta Directiva e por isso não ficam vinculados<sup>80</sup>.

---

<sup>74</sup> (7) da Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação do mercado, p. 6.

<sup>75</sup> (3) da Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação do mercado, p. 4.

<sup>76</sup> (5) da Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação do mercado, p. 5.

<sup>77</sup> (7) da Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação do mercado, p. 6.

<sup>78</sup> (18-A) da Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação do mercado, p. 10.

<sup>79</sup> Direitos fundamentais garantidos aos Estados-Membros, artigo 11º da Carta dos Direitos Fundamentais.

<sup>80</sup> (20) e (22) da Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às sanções penais aplicáveis ao abuso de informação privilegiada e à manipulação do mercado, p. 10.



Esta nova directiva remete a definição<sup>81</sup> de informação privilegiada para a MAR, um regulamento novo que pretende harmonizar os entendimentos dos diversos países sobre esta matéria.

É necessário esclarecer que estes documentos são susceptíveis de ser alterados, em momento posterior à conclusão da redacção deste relatório.

### *3. Market Abuse Regulation*

Após intensa negociação entre os Estados-Membros, o acordo provisório foi alcançado e está em condições de ser apresentado no Parlamento Europeu para aprovação.

Apesar de já existir uma Directiva que regula o abuso de mercado, surgiu a necessidade de uniformizar e clarificar um conjunto de regras para proteger a integridade do mercado. Desde a sua aprovação que já se presenciaram grandes evoluções no mercado, principalmente ao nível do desenvolvimento tecnológico e do próprio sistema financeiro.

O facto de existirem apenas orientações sobre o tema em foco faz com que se verifique uma complexidade regulamentar, que se apresenta excessiva, e a sua redução é um dos grandes objectivos a atingir com o regulamento que se encontra em discussão. Assim pretende-se alcançar uma estrutura mais forte e uma maior segurança jurídica.

Com este regulamento a legislação dos diversos Estados será convergente e, por isso, eliminam-se obstáculos ao comércio e distorções à concorrência.

Relativamente ao conceito de informação privilegiada não se verificaram alterações, pelo que continua a ser precisa, não pública, relativa a um emitente ou aos seus instrumentos financeiros, e susceptível de ter um efeito significativo sobre o preço se fosse tornada pública<sup>82</sup>.

Contudo, a harmonização que se pretende instaurar poderá revelar-se um instrumento significativo para uma redução destes casos, uma vez que descoberto o ilícito deixa de

---

<sup>81</sup> *Vide infra.*

<sup>82</sup> *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse).*

fazer diferença ser em Portugal ou noutro Estado-Membro, pois os critérios legais serão os mesmos.

#### 4. Considerações

Face ao exposto anteriormente, considera-se que, pelo facto dos instrumentos de regulação ainda se encontrarem numa fase onde aguardam aprovação, a análise destes documentos não é ainda possível sendo passível a sua alteração. Infelizmente, não se poderão fazer observações mais específicas e concretas, pois estes instrumentos de regulação ainda não estão aprovados, e transpostos nos ordenamentos jurídicos dos Estados-membros.

No entanto, e tendo em conta o contexto de internacionalização em que se encontram estes mercados prevê-se que haja uma redução dos ilícitos ou um maior número de casos sancionados relativamente a estes comportamentos.

## **Conclusão**

O estágio curricular na CMVM realizou-se ao abrigo do protocolo que esta assinou com a FDUNL, o que exigiu uma orientação académica e uma supervisão de estágio.

A orientação académica relativa à elaboração do relatório de estágio foi realizada pelo Professor Doutor Frederico Costa Pinto, através de um acompanhamento permanente da evolução do mesmo. A supervisão na CMVM ficou a cargo do Dr. Amadeu Ferreira, com o apoio do Dr. Gonçalo Castilho dos Santos, que sempre asseguraram os meios essenciais à realização do estágio, e planearam o mesmo.

Tendo em conta a necessidade de integração nos diversos departamentos, também os directores e os interlocutores tiveram um papel fulcral na evolução e concretização dos trabalhos desenvolvidos.

A oportunidade de integrar e iniciar uma actividade profissional ao lado de profissionais experientes revelou-se sinónimo de evolução profissional e pessoal, ao mesmo tempo, que se aprofundaram conhecimentos na área.

Cada departamento contribuiu dentro dos possíveis para a concretização do relatório, tendo suscitado maior interesse o DMEI e o DJUC. Estas escolhas prendem-se com o trabalho desenvolvido perante o correcto cumprimento das normas do CdVM e a maior aproximação que existe destes perante o trabalho que se pretende desenvolver no futuro.

O contacto directo com a actuação da CMVM no mercado de valores mobiliários, nomeadamente através supervisão e fiscalização, permitiu esclarecer e concretizar o conceito de informação privilegiada, distinguir as diferenças entre o ilícito criminal e a pena, por um lado, e o ilícito de mera ordenação social e a contra-ordenação, por outro; perceber qual o comportamento que deve ser adoptado pelos emitentes admitidos à negociação em mercado regulamentado à luz dos entendimentos do regulador e como actua CMVM em diferentes cenários.

Para além dos critérios legais típicos que regem os deveres dos emitentes e das pessoas que com ele se relacionam, foi importante entender como se detectam as infracções.

Este ilícito não é de percepção imediata, e identifica-se através de um conjunto de números e dados estatísticos. Foi aliciente o acompanhamento de todos os passos e

mecanismos usados para desvendar quem está no *back office*, e actua, diversas vezes, por meio de esquemas complexos; e, no fim, após a reunião de múltiplos esforços conseguir-se identificar indivíduos e empresas que actuaram indevidamente.

Foi possível averiguar que o número de situações que revela estes comportamentos é diminuto, e que a actividade de supervisão é essencialmente preventiva em vez de repressiva. Este comportamento relativamente aos intervenientes dos mercados de valores mobiliários é característico da CMVM, e tem vindo a apresentar resultados. Esta proximidade tem conseguido disciplinar os emitentes e os intermediários financeiros, ao mesmo tempo que elucida os investidores relativamente aos riscos existentes. Assim, evitam-se trâmites burocráticos e complexos para as partes, e garante-se, em simultâneo, que o mercado está a funcionar adequadamente.

A conjugação de todos os mecanismos utilizados mostrou-se eficiente no acompanhamento dos mercados, na detecção de casos anómalos e na sua punição. Este não é um trabalho estanque e por isso é necessário continuar a investir em medidas preventivas cada vez mais eficazes, em legislação mais rigorosa e uma difusão de informação célere e esclarecedora. E, de certa forma, tem sido isso mesmo que a CMVM tem procurado atingir com algum sucesso.

A perspectiva adquirida face à abordagem e ao tratamento da informação privilegiada seria inadmissível sem a incorporação na organização interna da CMVM e o contacto directo com os seus colaboradores que muito colaboraram.

Deste modo, dá-se como cumprido o objectivo proposto na elaboração deste relatório. Conseguiu-se demonstrar através do trabalho realizado pela CMVM e de casos reais, desde o início ao fim, como se processa o tratamento da informação privilegiada.

Esta vertente complementar dos conhecimentos teóricos, adquiridos em formação académica, mostrou-se muito enriquecedora e importante para a concretização e finalização do mestrado.

## **Bibliografia**

### **Obras Citadas**

- Basto, J. G., Peres, J. J., Castro, C. O., e Xavier, A. L. (1992). *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*. Lisboa: Edifisco.
- Bolina, H. (Agosto de 2008). A Manipulação de Mercado e o Abuso de Informação Privilegiada na Nova Directiva sobre Abuso de Mercado. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 18, p. 62 a 71.
- Câmara, P. (1998). Os Deveres de Informação e a Formação de Preços no Mercado de Valores Mobiliários. In: *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* (Vol. N.º 2, p. 79 a 92). Lisboa.
- Câmara, P. (2009). Regulação e Valores Mobiliários. *Regulação em Portugal*, 127 a 186.
- Carvalho, F. P., e Loureiro, F. (2010). O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading), em especial a questão dos administradores como insiders primários, quando actuam em representação da sociedade. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, N.º 27, p. 111 a 119.
- Castro, C. O. (1997). A Informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários. In: *Direito dos Valores Mobiliários* (p. 332 a 346). Lisboa: Lex.
- CMVM. (Agosto de 2008). Novas Medidas de Prevenção e Combate ao Abuso de Mercado. 5 a 97. Lisboa.
- CMVM. (Julho de 2009). *Contra-Ordenações e Crimes no Mercado de Valores Mobiliários*. Lisboa: CMVM.
- Costa e Silva, P. (1997). Compra, Venda e Troca de Valores Mobiliários. In: *Direito dos Valores Mobiliários* (p. 243 a 253). Lisboa: Lex.
- Costa Pina, C. (2005). *Instituições e Mercados Financeiros*. Coimbra: Almedina.
- Costa Pinto, F. (1998). O Direito de Informar e os Crimes de Mercado. *O mercado de capitais e a função do jornalista* (p. 96 a 109). Lisboa: CMVM.

- Costa Pinto, F. (2000a). A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 7, 90 a 103.
- Costa Pinto, F. (2000b). *O Novo Regime dos Crimes e Contra-Ordenações no Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina.
- Costa, J. F., e Ramos, M. E. (Maio de 2006). *O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading)*. Coimbra Editora.
- Curado, A. P. (2012). As Averiguações Preliminares da CMVM no âmbito da luta contra a criminalidade financeira: Natureza Jurídica e aplicação do Princípio do Nemo Tenetur. *Revista de concorrência e regulação*, N.º 9, 239 a 274.
- Ferreira, E. P. (Dezembro de 1998). Privatizações e Código de Valores Mobiliários. *Revista da Ordem dos Advogados*, N.º 3, 1093 a 1114.
- Ferreira, E. P. (2001). A Informação no Mercado de Valores Mobiliários. In: *Direito dos Valores Mobiliários* (Vol. III, p. 137 a 159). Coimbra Editora.
- Figueiredo, A. (2005). A Informação Difundida no Mercado de Valores Mobiliários e os Poderes da CMVM: Uma «Nova Dimensão do Direito Administrativo»? 14 - 58. Lisboa.
- Figueiredo, C. (1986). Dicionário da Língua Portuguesa. Vol. II (H a Z), 23ª Edição, 113. Bertrand Editora.
- Fonseca, P. M. (2003). As averiguações preliminares - CMVM - conteúdo, função e limites. *Polícia e Justiça*, 91 a 127.
- Francisco, P., e Gonçalves, T. (Dezembro de 2008). Que tipo de Informação conduz a Rendibilidades Anormais Extremas? Evidência Empírica do Mercado Euronext Lisbon. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 31, p. 99 a 127.
- Gomes Canotilho, J. J., e Moreira, V. (1985). *Constituição da República Portuguesa Anotada* (2ª Ed. ed., Vol. Vol. I). Coimbra Editora.
- Gomes, F. (1996). *Insider Trading*. Valadares, Portugal: APDMC - Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais.
- Levinson, M. (2005). *Guia dos Mercados Financeiros*. (I. Dantas, Trad.) Lisboa: Caminho.

- Marques, M. G., e Freire, M. (1998). A Informação no Mercado de Capitais. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 3, p. 111 a 123.
- Pedroso, P., e Verdelho, P. (1998). Crimes no Mercado de Valores Mobiliários. *Revista do Ministério Público*, 115 a 137.
- Rodrigues, S. N. (Dezembro de 2002). A Protecção dos Investidores na Sociedade da Informação. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 15, p. 333 a 352.
- Sá Fernandes, R. (1997). O Direito dos Mercados em Geral e o Mercado de Valores Mobiliários em Especial. In: *Direitos dos Valores Mobiliários* (p. 189 a 199). Lisboa: Lex.
- Santiago, B. V. (2001). O regime das averiguações preliminares no Código de Valores Mobiliários de 1999. *Revista Portuguesa de Ciência Criminal*, 603 a 633.
- Santos, F. M. (2011). *Divulgação de Informação Privilegiada*. Coimbra, Portugal: Almedina.
- Santos, G. C. (2004). O dever dos Emitentes de Valores Mobiliários Admitidos à Negociação em Bolsa de Informar sobre Factos Relevantes. In: *Direito dos Valores Mobiliários* (Vol. V, p. 273 a 307). Coimbra Editora.
- Vilar, M., Matos, L., e Soares, V. (1996). *A Importância da Informação no Mercado de Valores Mobiliários*. Valadares: APDMC - Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais.

### Documentos

- CESR (January 1999) – *Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities*.
- IOSCO (May 2002) – *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*.
- Estatuto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.
- Proposta da diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação do mercado (abusos de mercado).

*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) (MAR).*

#### Legislação

Código dos Valores Mobiliários.

Directiva 2003/6/CE, de 28 de Janeiro de 2003.

Regulamento da CMVM n.º 5/2008.

Regulamento Interno da CMVM.

Resolução do Conselho de Ministros n.º 8/2001.

#### Sites

[www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

[www.pgr.pt](http://www.pgr.pt)



## Anexos

**2006**

NR.	EMITENTES	IP	OBS.
1	PARQUE EXPO 98	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
2	LISBOA GÁS	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
3	LISGRÁFICA	6	
4	SAGRES	2	
5	PORTUCEL	14	
6	FISIPE	2	
7	SUMOLIS	20	
8	MEDIA CAPITAL	7	
9	PARAREDE	13	
10	TOYOTA CAETANO	4	
11	GALP ENERGIA	4	
12	CGD	7	
13	PT MULTIMEDIA	10	
14	SONAE IND.	10	
15	PT	22	
16	BES INVESTIMENTO	2	
17	CIMPOR	15	
18	SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES	11	
19	TEIXEIRA DUARTE	7	
20	IBERSOL	11	
21	REDITUS	4	
22	UIF	0	
23	NOVABASE	7	
24	ESTORIL SOL	2	
25	BANCO SANTANDER TOTTA	17	
26	SONAE	16	
27	COMPANHIA INDUSTRIAL DE RESINAS SINTÉTICAS	5	
28	IMPRESA	10	
29	FINIBANCO - HOLDING	4	
30	SONAE COM	31	

31	ESPIRITO SANTO FINANCIAL	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
32	GRUPO SOARES DA COSTA	9	
33	BCP	33	
34	JERÓNIMO MARTINS	7	
35	CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	18	
36	STCP - SOCIEDADE DE TRANSPORTES COLECTIVOS DO PORTO	2	
37	VISTA ALEGRE	10	
38	BPI	14	
39	BRISA	22	
40	EDP	32	
41	SEMAPA	5	
42	CORTICEIRA AMORIM	5	
43	SAG	13	
44	MOTA-ENGIL	15	
45	MODELO CONTINENTE	3	
46	TERTIL-TERMINAIS DE PORTUGAL	8	
47	BANCO ESPIRITO SANTO	32	
48	BANIF SGPS	8	
49	BANIF - BANCO INTERNACIONAL DO FUNCHAL	1	
50	ESPIRITO SANTO FINANCIAL GROUP	19	
51	COMPTA	2	
52	PAPELARIA FERNANDES	1	
53	PARPUBLICA	8	
54	BES-VIDA	3	
55	FUTEBOL CLUBE DO PORTO	5	
56	SPORTING CLUBE DE PORTUGAL	6	
57	FINIBANCO SA	1	
58	BANCO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
59	CELULOSE DO CAIMA	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
60	INAPA	3	

<b>61</b>	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO- PARÁ	3	
		<b>551</b>	<b>TOTAIS</b>

## 2007

NR.	EMITENTES	IP	OBS.
1	FUTEBOL CLUBE DO PORTO	9	
2	MOTA-ENGIL	17	
3	BPI	25	
4	SEMAPA	7	
5	SANTANDER-TOTTA	2	
6	SONAE-DISTRIBUIÇÃO SGPS	10	
7	SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEIS GLOBAIS	14	
8	BCP	70	
9	IMPRESA	12	
10	SOARES DA COSTA	15	
11	TEIXEIRA DUARTE	10	
12	MARTIFER	18	
13	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO-PARÁ	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
14	INAPA	20	
15	COFINA	9	
16	ALTRI	7	
17	PAPELARIA FERNANDES	1	
18	FINIBANCO HOLDING	8	
19	FINIBANCO S.A.	1	
20	CAIXA ECONÓMICA MONTEPIO GERAL	21	
21	TOYOTA	5	
22	SONAE SGPS	30	
23	SPORTING CLUBE DE PORTUGAL	11	
24	JERÓNIMO MARTINS	15	
25	COMPANHIA INDUSTRIAL DE RESINAS SINTÉTICAS	3	
26	BRISA	30	
27	GRUPO MEDIA CAPITAL	11	
28	ESPIRITO SANTO FINANCIAL	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
29	EDP	53	
30	BES-VIDA	4	
31	SUMOLIS	24	

32	BANCO ESPIRITO SANTO	9	
33	BANIF-SGPS	12	
34	SONAE IND.	8	
35	IBERSOL	2	
36	CORTICEIRA AMORIM	14	
37	PARQUE EXPO 98	1	
38	VISTA ALEGRE ATLANTIS	14	
39	SONAE CAPITAL	2	
40	BES-INVESTIMENTO	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
41	PORTUCEL	10	
42	PT	32	
43	UNIÃO INTERNACIONAL FINANCEIRA	2	
44	ESTORIL SOL	1	
45	PARPÚBLICA	6	
46	CGD	5	
47	SONAE COM	23	
48	SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES	14	
49	NOVABASE	10	
50	LISGRÁFICA	3	
51	STCP - SOCIEDADE DE TRANSPORTES COLECTIVOS DO PORTO	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
52	GALP ENERGIA	50	
53	LISBOA GÁS	0	
54	CIMPOR	21	
55	PARAREDE	21	
56	REN	6	
57	BANCO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
58	EDIA - EMPRESA DE DESENVOLVIMENTO E INFRA-ESTRUTURAS DO ALQUEVA	3	
59	COMPTA	3	
60	ZON MULTIMÉDIA	15	
		<b>749</b>	<b>TOTAIS</b>

## 2008

NR.	EMITENTES	IP	OBS.
1	FUTEBOL CLUBE DO PORTO	27	
2	SPORTING CLUBE DE PORTUGAL	21	
3	FINIBANCO HOLDING	8	
4	COMPTA	4	
5	CIMPOR	18	
6	LISBOAGÁS	2	
7	GLINTT	18	
8	GALP ENERGIA	46	
9	CGD	9	
10	REN	17	
11	STCP - SOCIEDADE DE TRANSPORTES COLECTIVOS DO PORTO	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
12	SUMOL+COMPAL	61	
13	COMPANHIA INDUSTRIAL DE RESINAS SINTÉTICAS	10	
14	VISTA ALEGRE ATLANTIS	4	
15	PARQUE EXPO 98	4	
16	SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEIS GLOBAIS	10	
17	IBERSOL	5	
18	REDITUS	18	
19	UNIÃO INTERNACIONAL FINANCEIRA	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
20	SONAECON	10	
21	PARPÚBLICA	9	
22	BANIF-SGPS	16	
23	SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES	16	
24	EDP RENOVÁVEIS	17	
25	TOYOTA	5	
26	NOVABASE	14	
27	BES-VIDA	4	
28	BES-INVESTIMENTO	5	

29	PT	22
30	BRISA	26
31	GRUPO MEDIA CAPITAL	11
32	CORTICEIRA AMORIM	14
33	BES	23
34	JERÓNIMO MARTINS	17
35	GRUPO SOARES DA COSTA	14
36	TEIXEIRA DUARTE	10
37	EDP	58
38	SONAE IND.	9
39	BCP	56
40	ESPIRITO SANTO FINANCIAL GROUP	11
41	MARTIFER	23
42	IMPRESA	17
43	SONAE SGPS	18
44	ESTORIL SOL	6
45	PORTUCEL	13
46	SONAE CAPITAL	19
47	BANCO SANTANDER TOTTA	48
48	EDIA - EMPRESA DE DESENVOLVIMENTO E INFRA-ESTRUTURAS DO ALQUEVA	3
49	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO PARÁ	2
50	SEMAPA	11
51	SONAE DISTRIBUIÇÃO	10
52	MOTA-ENGIL	28
53	BANCO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	6
54	BANCO BPI	25
55	ZON MULTIMÉDIA	22
		<b>900</b>
		<b>TOTAIS</b>

## 2009

NR.	EMITENTES	IP	OBS.
1	FUTEBOL CLUBE DO PORTO	18	
2	SPORTING CLUBE DE PORTUGAL	40	
3	FISIPE	1	
4	ESTORIL SOL	3	
5	COMPTA	11	
6	MARTIFER	17	
7	ZON MULTIMÉDIA	18	
8	TOYOTA	2	
9	SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES	15	
10	GLINTT	13	
11	CGD	21	
12	CIMPOR	20	
13	SUMOL+COMPAL	27	
14	PARPÚBLICA	13	
15	STCP - SOCIEDADE DE TRANSPORTES COLECTIVOS DO PORTO	1	
16	SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEIS GLOBAIS	10	
17	GALP ENERGIA	28	
18	BES-INVESTIMENTO	5	
19	BES	44	
20	SONAECOM	9	
21	PT	20	
22	BANIF - BANCO INTERNACIONAL DO FUNCHAL	4	
23	BANIF-SGPS	19	
24	IBERSOL	3	
25	PARQUE EXPO 98	0	
26	GRUPO MEDIA CAPITAL	11	
27	EDP - RENOVÁVEIS	24	
28	REDITUS	12	
29	NOVABASE	9	



30	BRISA	26
31	EDP	35
32	BES-VIDA	3
33	CAIXA ECONÓMICA MONTEPIO GERAL	2
34	EDIA - EMPRESA DE DESENVOLVIMENTO E INFRA-ESTRUTURAS DO ALQUEVA	2
35	BCP	38
36	VISTA ALEGRE ATLANTIS	8
37	CORTICEIRA AMORIM	8
38	JERÓNIMO MARTINS	9
39	SONAE IND.	11
40	FINIBANCO HOLDING	11
41	SONAE SGPS	15
42	GRUPO SOARES DA COSTA	10
43	MOTA-ENGIL	22
44	SONAE INVESTIMENTOS	4
45	SANTANDER TOTTA	14
46	SONAE CAPITAL	14
47	SEMAPA	8
48	REN	19
49	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO PARÁ	2
50	PORTUCEL	8
51	ESPIRITO SANTO FINANCIAL GROUP	18
52	TEIXEIRA DUARTE	12
53	BANCO BPI	15
54	IMPRESA	13
		<b>745</b>
		<b>TOTAIS</b>

## 2010

NR.	EMITENTES	IP	OBS.
1	FUTEBOL CLUBE DO PORTO	25	
2	SPORTING CLUBE DE PORTUGAL	34	
3	ZON MULTIMÉDIA	4	
4	COMPTA	2	
5	GALP ENERGIA	29	
6	GLINTT	17	
7	ESTORIL SOL	4	
8	SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES	16	
9	STCP - SOCIEDADE DE TRANSPORTES COLECTIVOS DO PORTO	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
10	RAMADA	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
11	ALTRI	7	
12	REDITUS	12	
13	COFINA	3	
14	SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEIS GLOBAIS	12	
15	BANIF - BANCO INTERNACIONAL DO FUNCHAL	6	
16	BANIF-SGPS	16	
17	PARPÚBLICA	16	
18	BES-INVESTIMENTO	3	
19	PT	38	
20	SONAECOM	11	
21	CIMPOR	85	
22	BES-VIDA	1	
23	NOVABASE	11	
24	GRUPO MEDIA CAPITAL	10	
25	BRISA	39	
26	FINIBANCO S.A.	3	
27	JERÓNIMO MARTINS	12	

28	IBERSOL	3
29	EDP	36
30	EDP-RENOVÁVEIS	28
31	IMPRESA	6
32	CORTICEIRA AMORIM	11
33	SONAE IND.	11
34	EDIA - EMPRESA DE DESENVOLVIMENTO E INFRA- ESTRUTURAS DO ALQUEVA	6
35	BCP	74
36	PARQUE EXPO 98	3
37	CGD	26
38	TEIXEIRA DUARTE	9
39	REN	16
40	BANCO SANTANDER TOTTA	11
41	PORTUCEL	9
42	TOYOTA	3
43	SONAE INVESTIMENTOS	2
44	SEMAPA	7
45	VISTA ALEGRE ATLANTIS	6
46	BES	33
47	SONAE CAPITAL	9
48	CAIXA ECONÓMICA MONTEPIO GERAL	9
49	ESPIRITO SANTO FINANCIAL GROUP	13
50	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO PARÁ	2
51	MOTA-ENGIL	25
52	BANCO BPI	29
53	GRUPO SOARES DA COSTA	19
54	SONAE SGPS	14
		<b>836</b>
		<b>TOTAIS</b>

## 2011

NR.	EMITENTES	IP	OBS.
-----	-----------	----	------

1	FUTEBOL CLUBE DO PORTO	27	
2	SPORTING CLUBE DE PORTUGAL	39	
3	ESTORIL SOL	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
4	ZON MULTIMEDIA	8	
5	REDITUS	18	
6	COMPTA	1	
7	ALTRI	1	
8	FISIPE	6	
9	BANIF-SGPS	21	
10	BANIF - BANCO INTERNACIONAL DO FUNCHAL	7	
11	SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES	9	
12	SONAECOM	8	
13	GLINTT	16	
14	GALP ENERGIA	29	
15	NOVABASE	10	
16	ALTRI	6	
17	BRISA	17	
18	PARPÚBLICA	13	
19	IBERSOL	3	
20	RAMADA	5	
21	BES-INVESTIMENTO	4	
22	PT	24	
23	STCP - SOCIEDADE DE TRANSPORTES COLECTIVOS DO PORTO	1	
24	COFINA	10	
25	BES-VIDA	3	
26	SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEIS GLOBAIS	15	
27	CIMPOR	31	
28	GRUPO MEDIA CAPITAL	11	
29	PARQUE EXPO 98	5	
30	EDP	37	
31	JERÓNIMO MARTINS	10	
32	BCP	62	
33	CORTICEIRA AMORIM	13	

<b>34</b>	EDIA - EMPRESA DE DESENVOLVIMENTO E INFRA-ESTRUTURAS DO ALQUEVA	0	NÃO TEM DIVULGAÇÃO DE IP
<b>35</b>	A INAPA	10	
<b>36</b>	VISTA ALEGRE ATLANTIS	7	
<b>37</b>	REN	27	
<b>38</b>	EDP - RENOVÁVEIS	28	
<b>39</b>	SONAE IND.	11	
<b>40</b>	IMPRESA	10	
<b>41</b>	SONAE INVESTIMENTOS	1	
<b>42</b>	BANCO SANTANDER TOTTA	22	
<b>43</b>	CGD	28	
<b>44</b>	SEMAPA	10	
	CAIXA ECONÓMICA MONTEPIO GERAL	20	
<b>45</b>	ESPIRITO SANTO FINANCIAL GROUP	31	
<b>46</b>	SONAE CAPITAL	10	
<b>47</b>	SUMOL+COMPAL	4	
<b>48</b>	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO PARÁ	2	
<b>49</b>	BANCO BPI	21	
<b>50</b>	SONAE SGPS	10	
<b>51</b>	MOTA-ENGIL	8	
<b>52</b>	PORTUCEL	6	
<b>53</b>	GRUPO SOARES DA COSTA	13	
<b>54</b>	BES	46	
<b>55</b>	TEIXEIRA DUARTE	6	
		<b>801</b>	<b>TOTAIS</b>

## 2012

NR.	EMPRESA	IP	OBS.
1	FUTEBOL CLUBE DO PORTO	5	
2	SPORTING CLUBE DE PORTUGAL	8	
3	COMPTA	2	
4	GLINTT	14	
5	GRUPO MEDIA CAPITAL	5	
6	BANIF - BANCO INTERNACIONAL DO FUNCHAL	14	
7	REDITUS	7	
8	NOVABASE	9	
9	SONAE INVESTIMENTOS	3	
10	PARPÚBLICA	11	
11	CIMPOR	28	
12	BRISA	5	
13	ALTRI	5	
14	COFINA	5	
15	RAMADA	2	
16	PT	26	
17	PORTUCEL	6	
18	SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEIS GLOBAIS	12	
19	IBERSOL	2	
20	BES-INVESTIMENTO	3	
21	BCP	62	
22	EDP	29	
23	GALP	27	
24	SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES	10	
25	EDP - RENOVÁVEIS	23	

26	JERÓNIMO MARTINS	10
27	PARQUE EXPO 98	1
28	CORTICEIRA AMORIM	14
29	SONAE CAPITAL	5
30	BANCO BPI	26
31	VISTA ALEGRE ATLANTIS	4
32	REN	24
33	BRISA	30
34	BANCO SANTANDER TOTTA	25
35	SEMAPA	8
36	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO PARÁ	2
37	IMPRESA	6
38	INAPA	4
39	SONAE IND.	11
40	BES	33
41	CGD	34
42	BES-VIDA	4
43	GRUPO SOARES DA COSTA	19
44	CAIXA ECONÓMICA MONTEPIO GERAL	11
45	ESPIRITO SANTO FINANCIAL GROUP	21
46	MOTA-ENGIL	5
47	TEIXEIRA DUARTE	5
48	EDIA - EMPRESA DE DESENVOLVIMENTO E INFRA- ESTRUTURAS DO ALQUEVA	1
49	SONAE SGPS	9
		<b>635</b>
		<b>TOTAIS</b>